



UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI
DI PADOVA

Sede Amministrativa: Università degli Studi di Padova
Dipartimento di Diritto pubblico, internazionale e comunitario

SCUOLA DI DOTTORATO DI RICERCA IN GIURISPRUDENZA
INDIRIZZO UNICO
XXV CICLO

**L'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE: DALLE TRADIZIONALI PROBLEMATICHE
ALLE NUOVE PROSPETTIVE COMUNITARIE**

Direttore della Scuola: Ch.mo Prof. Roberto Kostoris

Supervisore: Ch.mo Prof. Enrico Mario Ambrosetti

Dottoranda: Carlotta Brusegan

*A te,
che con amore hai saputo infondere in me
determinazione, forza e serenità.*

RINGRAZIAMENTI

L'essere arrivata al termine di questo percorso di studi è un successo personale che sento di dover condividere con chi mi è stato accanto.

Dall'Università ho imparato quanto mai avrei potuto immaginare: il Dottorato di Ricerca, oltre a rappresentare una meravigliosa crescita culturale, è anche una rara occasione per conoscere un mondo sconosciuto ai più. Quest'esperienza mi ha offerto la possibilità di mettermi a confronto con persone dall'elevato spessore e di affinare le mie capacità di relazione.

Ho avuto la fortuna di incontrare nel mio cammino due Professori eccezionali, Enrico Mario Ambrosetti e Angelo Zambusi; oltre ad essere eccellenti maestri, sono stati punti di riferimento fondamentali.

Nutro per entrambi infinita stima e grande riconoscenza per tutto quello che hanno saputo fare per me.

Il mio primo ringraziamento va, quindi, doverosamente rivolto al Professor Enrico Mario Ambrosetti, mio referente e supervisore per il Dottorato di Ricerca, per avermi dato la possibilità di intraprendere questo percorso, per avermi sempre ascoltata e consigliata e per avermi aiutata nell'impostazione di questo lavoro.

Ringrazio, con sincero affetto, il Professor Angelo Zambusi, al fianco del quale ho collaborato per tre anni all'Insegnamento di Diritto penale commerciale. Ha saputo farmi crescere professionalmente, giorno dopo giorno, tollerando la mia inesperienza e rispettando le mie insicurezze. È divenuto, ormai, un caro amico.

Uno speciale ringraziamento devo rivolgerlo ad Adriana Marchetto e al Dott. Giuseppe Fontana. Con pazienza ed estrema gentilezza hanno accompagnato le mie ricerche in biblioteca, sgravandomi di non poche incombenze.

Ringrazio la mia dolcissima amica Enrica Piovesan, Dottore di Ricerca, che prima di me ha raggiunto questo traguardo. A dir poco prezioso è stato l'averla incontrata lungo il mio percorso. È stata capace di trasmettermi la dedizione e la passione che servono per vivere appieno l'Università, sia sotto il profilo della ricerca che sotto quello della collaborazione alla docenza. Senza il suo "passaggio di testimone" tutto sarebbe stato estremamente più difficile.

Ringrazio il Dottor Andrea Tronchin, col quale ho iniziato, vissuto e portato a termine i tre anni di Dottorato. È stato per me una preziosa spalla e un fidato collaboratore.

Ringrazio gli altri miei compagni di viaggio, il Dottore di Ricerca Arturo Sullo e i Dottori Chiara Candiotto, Claudia Molinaro, Carlotta Baggio e Nicolò Giancesini per la condivisione di momenti indimenticabili.

Ringrazio le mie amiche Irene Colladet ed Elena Molin per essere sempre state pronte ad accogliere i miei momenti di difficoltà e a darmi il supporto necessario per affrontarli con grinta.

Un particolare ringraziamento lo rivolgo ai miei genitori, senza i sacrifici e il sostegno dei quali (è quasi inutile dirlo) non avrei mai potuto nemmeno pensare di essere quella che sono. Hanno sempre accettato, rispettato e sostenuto le mie scelte. Mi hanno sempre trasmesso la serenità e la forza necessarie per consentirmi di percorrere tutte le strade che mi hanno incuriosita ed attratta, pronti a sacrificarsi per consentirmi di rincorrere e di realizzare i miei sogni. Anche se tutto ciò per loro è sempre stato naturale e “doveroso”, riconosco la purezza, la rarità e il valore dei loro gesti e li ringrazio con tutto il cuore.

L'ultimo pensiero lo rivolgo ad una persona che è stata per me davvero speciale, anche se le nostre strade si sono ormai separate. Ringrazio Francesco Rizzo, mio primo grande amore, per essermi sempre stato accanto, incondizionatamente, con pazienza, dolcezza e sincerità, doti rare da trovare nell'essere umano.

INDICE - SOMMARIO

INTRODUZIONE

In limine

1. UNO SGUARDO D'INSIEME ALLE PROBLEMATICHE DEL DIRITTO PENALE ECONOMICO 1
2. FINALITÀ E IMPOSTAZIONE METODOLOGICA 4

CAPITOLO I

DALLE ORIGINI STATUNITENSIS ALL'ATTUALE *RATIO* DEL DIVIETO

SEZIONE PRIMA

UNO SGUARDO D'INSIEME ALLA REGOLAMENTAZIONE STATUNITENSE

1. L'ORIGINE STATUNITENSE DEL DIVIETO DI *INSIDER TRADING* 9
2. IL PRIMO APPROCCIO NORMATIVO: LA *SECTION 16* DEL *SEA* E LA *RULE 10B – 5*..11
3. L'EVOLUZIONE DELLA *RULE 10B – 5* NELLA GIURISPRUDENZA AMERICANA14
 3. 1. Il caso *Texas Gulf Sulphur Company*: il divieto di *Insider trading* viene ricondotto al *market egalitarianism*16
 3. 2. Il caso *Merril Lynch, Pierce, Fenner & Smith* e l'affermazione del principio di *equal access*17
 3. 3. Il caso *Chiarella*17
 3. 4. Il caso *Dirks*: un'ipotesi discutibile di *Insider trading*21
 3. 4. 1. La definizione della figura del *tippee*23
4. *TEMPORARY INSIDER THEORY* E *MISAPPROPRIATION THEORY*25
 4. 1. *Temporary insider theory*: una terza categoria soggettiva25
 4. 2. *Misappropriation theory* e modalità di appropriazione dell'informazione27
 4. 2. 1. Il caso *Winans*30
5. L'*INSIDER TRADING SANCTION ACT*31
6. L'*INSIDER TRADING AND SECURITIES FRAUD ENFORCEMENT ACT* DOPO GLI SCANDALI DI *WALL STREET*32
7. LA *MISAPPROPRIATION THEORY* DOPO IL CASO *CHESTMANN*33

INDICE - SOMMARIO

8. L'ACCOGLIMENTO DA PARTE DELLA CORTE SUPREMA DELLA <i>MISAPPROPRIATION THEORY</i> : IL CASO <i>O'HAGAN</i>	36
9. LA <i>RULE 105B - 2</i> E LE <i>NON - BUSINESS RELATIONSHIPS</i>	36
10. LA DEFINIZIONE DELL'ILLECITO NEL DIRITTO STATUNITENSE ATTUALMENTE VIGENTE	37
10. 1. Soggetti attivi	38
10. 2. Condotta vietata	39
10. 3. Caratteri e contenuto dell'informazione	39

SEZIONE SECONDA

I FONDAMENTI DEL DIVIETO DI ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE: CENNI STORICI E INTERESSE TUTELATO

1. L'EVOLUZIONE DELLA NORMATIVA ITALIANA DALLE ORIGINI COMUNITARIE AD OGGI	42
2. INTERESSE TUTELATO	47
2. 1. Le teorie a sostegno dell' <i>Insider trading</i> : una pratica economicamente utile...47	
2. 2. L' <i>Insider trading</i> : una figura complementare alla trasparenza societaria	51
2. 3. L'interesse tutelato dalla fattispecie di <i>Insider trading</i> : il regolare e corretto funzionamento del mercato, attraverso la tutela della trasparenza	54
2. 4. Ricostruzioni alternative dell'interesse tutelato	55

CAPITOLO II

L'INFORMAZIONE PRIVILEGIATA

1. LA RILEVANZA DELLA NOZIONE DI INFORMAZIONE PRIVILEGIATA NEGLI ILLECITI DI ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE	59
2. LA COMUNICAZIONE AL PUBBLICO <i>EX ART. 114 T.U.F.</i>	62
3. LA NOZIONE DI INFORMAZIONE PRIVILEGIATA DOPO LA LEGGE COMUNITARIA DEL 2004	66
4. LA NATURA NON PUBBLICA DELL'INFORMAZIONE E L'INERENZA A EMITTENTI STRUMENTI FINANZIARI O A STRUMENTI FINANZIARI	67
5. IL CARATTERE PRECISO DELL'INFORMAZIONE (CO. 3, ART. 181 T.U.F.)	71
6. LA <i>PRICE SENSITIVITY</i> (CO. 4, ART. 181 T.U.F.)	74

6. 1. Il nuovo concetto di “investiture ragionevole”	76
------------------------------------------------------------	----

CAPITOLO III
**L’ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE: ANALISI DELLA
 FATTISPECIE**

1. CENNI INTRODUTTIVI	79
2. SOGGETTI ATTIVI DELL’ILLECITO	80
2. 1. Gli <i>insiders</i> societari e il primo nesso funzionale	81
2. 1. 1. Gli azionisti dell’emittente	83
2. 2. Il secondo nesso funzionale: l’esercizio di un’attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio	84
2. 3. Il <i>criminal insider</i> (co. 2, art. 184 t.u.f.)	84
3. CONDOTTE PUNIBILI	86
3. 1. L’ <i>Insider trading stricto sensu</i> : art. 184, co. 1, lett. a)	86
3. 1. 1. Riflessioni in prospettiva <i>de iure condendo</i> : l’ <i>Insider non trading</i>	88
3. 2. Il <i>Tipping</i> : art. 184, co. 1, lett. b)	90
3. 2. 1. Le modalità di comunicazione dell’informazione: assenza di tipicità.....	91
3. 3. Correlazione fra la condotta di <i>Tipping</i> e quella di <i>Insider trading stricto sensu</i> ...	93
3. 4. Il <i>Tuyantage</i> : art. 184, co. 1, lett. c)	94
3. 4. 1. L’inconfigurabilità della condotta omissiva di <i>Tuyantage</i> e l’invito ad astenersi	95
3. 4. 2. Raccomandazione, induzione e comunicazione dell’informazione: un’ipotesi di possibile concorso di reati	96
3. 4. 3. Considerazioni ulteriori in relazione al rapporto fra <i>Tipping</i> e <i>Tuyantage</i>	97
4. ELEMENTO SOGGETTIVO	99
5. MOMENTO CONSUMATIVO E TENTATIVO	100
6. APPARATO SANZIONATORIO	101
7. L’ILLECITO AMMINISTRATIVO DI <i>INSIDER TRADING EX ART. 187 BIS T.U.F.</i>	104
7. 1. Illecito penale e amministrativo a confronto	104

INDICE - SOMMARIO

7. 2. Gli <i>insiders</i> secondari: un'ipotesi di responsabilità esclusivamente amministrativa	106
8. RUOLO E FUNZIONI DELLA CONSOB NEI PROCEDIMENTI INERENTI AGLI ILLECITI DI ABUSO INFORMATIVO	109
8. 1. La figura della Consob dalla l. 157/1991 al Testo Unico Finanziario del 1998: cenni storici	110
8. 2. Le funzioni della Consob in rapporto agli illeciti di <i>Insider trading</i> nell'attuale Testo Unico Finanziario	115
8. 3. La costituzione di parte civile della Consob nei procedimenti penali inerenti al reato di Abuso di informazioni privilegiate	117
8. 3. 1. Tipologie di danni risarcibili alla Consob	120
8. 4. La funzione paragiudiziale della Consob nei procedimenti amministrativi per Abuso di informazioni privilegiate	124

CAPITOLO IV

NUOVE FRONTIERE REPRESSIVE IN PROSPETTIVA *DE IURE* CONDENDO: PROPOSTE NORMATIVE DELLA COMMISSIONE EUROPEA

1. CENNI INTRODUTTIVI	129
2. UN RECENTE INTERVENTO DELLA CORTE DI GIUSTIZIA DELLA COMUNITÀ EUROPEA IN MATERIA DI <i>INSIDER TRADING</i>	131
3. “PROPOSTA DI DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO RELATIVA ALLE SANZIONI PENALI IN CASO DI ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E DI MANIPOLAZIONE DEL MERCATO”: STRUTTURA E AMBITO DI OPERATIVITÀ	134
4. “ <i>EXPLANATORY MEMORANDUM</i> ”: RELAZIONE INTRODUTTIVA ALLA PROPOSTA.....	135
4. 1. “ <i>Context of the proposal</i> ”: uno sguardo d’insieme alla situazione attuale a livello europeo	136
4. 2. “ <i>Legal elements of the Proposal</i> ”	139
5. ANALISI DELLA PROPOSTA DI DIRETTIVA	140
5. 1. Definizione della fattispecie penale di Abuso di informazioni privilegiate (art. 3)	140

INDICE - SOMMARIO

5. 2. Delimitazione dell'ambito di rilevanza penale	143
5. 2. 1. Responsabilità delle persone giuridiche	143
6. "PROPOSTA DI REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO RELATIVO ALL'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E ALLA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO (ABUSI DI MERCATO)": SGUARDO D'INSIEME ALLA RELAZIONE INTRODUTTIVA	145
6. 1. Elementi giuridici della Proposta di Regolamento	147
6. 1. 1. Base giuridica: conformità ai principi di Diritto europeo	147
6. 1. 2. Illustrazione del contenuto della Proposta di Regolamento	148
7. ANALISI DELLA PROPOSTA DI REGOLAMENTO	150
7. 1. Il concetto di informazione privilegiata	150
7. 2. Definizione dell'illecito amministrativo di Abuso di informazioni privilegiate.....	151
7. 3. Riflessioni conclusive	153

CONCLUSIONI

1. CENNI PRELIMINARI	155
2. L'ASSENZA DI COERENZA DEL DIRITTO PENALE ECONOMICO: L'AUTONOMIA (FITTIZIA?) DEGLI ILLECITI FINANZIARI	155
3. EFFETTIVITÀ NELLA REPRESSIONE DELL' <i>INSIDER TRADING</i> : UN SISTEMA EFFICACE?	161
<i>Bibliografia</i>	165

INTRODUZIONE

In limine

SOMMARIO: 1. Uno sguardo d'insieme alle problematiche del Diritto penale economico – 2. Finalità e impostazione metodologica

1. UNO SGUARDO D'INSIEME ALLE PROBLEMATICHE DEL DIRITTO PENALE ECONOMICO

La prima esigenza che si sente osservando i reati appartenenti al *genus* del Diritto penale dell'impresa è quella di risolvere la sensazione di “inafferrabilità” che producono.

Tale sentire è dato da una molteplicità di fattori che, sommati l'uno all'altro, acquiscono inevitabilmente questa percezione.

In primo luogo, appare evidente una carenza in punto di organicità del sistema: la disciplina dei reati economici, infatti, trova collocazione in vari sottosistemi codicistici. Negli anni si sono susseguiti innumerevoli interventi legislativi che hanno dato corpo ad una legislazione complementare di natura estremamente eterogenea¹.

Tale eterogeneità si scontra, invero, con la marcata autonomia concettuale che connota i reati c.d. economici. Attenta dottrina ha più volte segnalato l'esigenza di intervenire sul punto al fine di ridefinire il sistema in modo organico, basandosi in primo luogo sulla necessità di dare autonomia ai reati economici rispetto ai reati c.d. patrimoniali².

Questa necessità si ricollega a quella, non meno importante, di individuare e definire un bene giuridico di categoria.

Nella maggior parte dei casi, come avviene anche in relazione all'illecito di Abuso di informazioni privilegiate, l'interprete si trova, infatti, nella difficoltà di cogliere e definire con chiarezza quale sia l'interesse tutelato dalla norma di settore.

¹ Siffatta problematica è già stata messa in evidenza da autorevole dottrina. *Ex multis*, si rinvia a quanto acutamente rilevato da FOFFANI L., *Tra patrimonio ed economia: la riforma dei reati d'impresa*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2007, 757, il quale spiega come “il diritto penale dell'economia” sia “oggi il regno dei sottosistemi, di microsistemi normativi sviluppatasi secondo logiche settoriali ed in uno strettissimo rapporto con i sottostanti contesti normativi extrapenal”. Sul punto di veda anche LOSAPPIO G., *Il sottosistema nel diritto penale: definizioni e ridefinizione*, in *Ind. pen.*, 2005, 7 ss..

² Su questi concetti, per tutti, PEDRAZZI C., *La riforma dei reati contro il patrimonio e contro l'economia*, in *Verso un nuovo codice penale. Itinerari-problemi-prospettive*, Atti del convegno di Palermo del 7-10 novembre 1991, a cura del Centro studi Cesare Terranova, Milano, 1993, 351 ss..

INTRODUZIONE

Non a caso, è facile individuare più posizioni dottrinali sul punto. Autori tutti di notevole spessore, partendo dal medesimo riferimento (costituito dal dato normativo) arrivano a conclusioni ben diverse le une dalle altre.

Ciò rende evidente come, a differenza di quello penale “classico”, il diritto penale economico-finanziario sia connotato da una difficoltà interpretativa ulteriore, ossia quella di arrivare a comprenderne la *ratio* punitiva.

A questo aspetto di natura teorico-dogmatica, si aggiungono problematiche dai risvolti marcatamente più concreti.

Si dispone, infatti, di una normativa caratterizzata da forti influssi europei che, se da un lato si sostanziano in una doverosa applicazione di Direttive e Regolamenti, da un altro lato comportano l'importazione nel nostro sistema legislativo di canoni giuridici che non ci appartengono.

Così, si assiste ad una trasposizione poco ragionata di concetti elaborati al di fuori dei confini nazionali, senza che venga effettuato un corretto adeguamento delle indicazioni di fonte sovranazionale.

Ancora, il settore del diritto penale dell'economia è connotato da forti incoerenze interne che si vanno a tradurre in malfunzionamenti dello stesso.

Come autorevolmente osservato, ci si trova innanzi a “comminatorie penali talvolta declamatorie quanto a draconiano trattamento sanzionatorio, ma esili e sporadiche quanto a concreta applicazione”³.

Non solo. Il trattamento sanzionatorio delle singole fattispecie non trova giustificazione nemmeno se letto in un'ottica sistematica.

Basti pensare che con la l. 262/2005 il limite edittale massimo previsto per il reato di *Insider trading* è stato fissato in anni dodici di reclusione.

È un dato dal quale partire per una riflessione di più ampio respiro: il sistema attuale è stato realmente calibrato tenendo conto del Diritto penale nel suo insieme? È davvero giustificabile che un reato come l'Abuso di informazioni privilegiate sia punito quasi alla stregua di un tentato omicidio?

E, senza volersi allontanare dall'ambito societario-economico, l'aggressione al bene giuridico prodotta dall'amministratore che realizza una condotta di False comunicazioni sociali⁴ è così diversa da quella realizzata da un *insider*?

³ Così MUCCIARELLI F., *Restituire effettività al sistema penale: un obiettivo non più eludibile*, in *Diritto penale contemporaneo*, 2012, I, 212.

INTRODUZIONE

Si tratta, infatti, di due reati che trovano collocazione normativa differente e che, almeno in apparenza, sono diretti a tutelare beni giuridici differenti.

Ma se si guardasse più a fondo, entrambe le fattispecie sembrerebbero sorrette da una *ratio* comune: quella di garantire un corretto agire societario che si traduce in una limpida comunicazione verso l'esterno. Ciò non toglie che il trattamento sanzionatorio sia radicalmente e ingiustificatamente differente.

Questo fa capire come l'intervento a più mani e a più tempi operato dal legislatore sul settore economico-finanziario abbia ingenerato delle forti discrasie interne difficili da ripianare.

Volendo guardare ancor più vicino alla fattispecie oggetto della presente indagine, appare ancor meno giustificato il relativo trattamento sanzionatorio, se si considera che quest'ultimo è lo stesso previsto per la limitrofa fattispecie di Manipolazione del mercato (art. 185 t.u.f.). Tale scelta risulta passibile di critiche, posto che, in relazione ai due reati da ultimi citati, il bene giuridico tutelato è sì il medesimo ma la lesione allo stesso appare ben differente. Infatti, mentre nel caso dell'Abuso di informazioni privilegiate il soggetto agente influisce solo in via mediata sul corretto funzionamento del mercato (egli, infatti, ha come intento primo quello di procurarsi un guadagno economico e, sorretto da tale intento, sfrutta un'informazione di cui il resto del mercato non dispone), nell'ipotesi di *Market manipulation* il soggetto attivo del reato agisce direttamente sugli andamenti del mercato (ad esempio diffondendo notizie non veritiere).

Emerge, così, come già evidenziata ampiamente dalla dottrina⁵, l'esigenza di rimodulare verso il basso il trattamento sanzionatorio attualmente previsto per l'Abuso di informazioni privilegiate.

Ancora, dopo l'intervento del legislatore del 2005 (Legge comunitaria del 2004) si è assistito ad una duplicazione degli illeciti di Abuso di informazioni privilegiate, elemento che imporrebbe *a fortiori* una rivisitazione del trattamento sanzionatorio al fine di meglio coordinarlo con quello previsto per la fattispecie amministrativa.

⁴ È evidente come questa non possa essere la sede per svolgere un'analisi puntuale delle problematiche inerenti alle fattispecie di False comunicazioni sociali. Si rinvia, su tutti, a ZUCCALÀ G., voce *False comunicazioni sociali*, in *Enc. giur. Treccani*, 2006, Roma, XIII, 1.

⁵ *Ex multis*, così MUCCIARELLI F., *Restituire effettività al sistema penale: un obiettivo non più eludibile*, cit., 213.

INTRODUZIONE

Molte altre sono le problematiche di carattere generale che albergano nel cuore del Diritto penale economico dell'impresa e che si ritrovano anche nella fattispecie oggetto del presente lavoro.

Quel che più preme in questa sede è evidenziare il vivissimo interesse del legislatore nazionale e di quello europeo per questi fenomeni.

La crisi economica che i paesi europei stanno attraversando ha acuito la necessità di guardare ai mercati economici. Essi, infatti, costituiscono il terreno più fertile per il proliferare di atteggiamenti illeciti; elemento che ha incrementato la preoccupazione del legislatore e lo ha spinto ad intervenire sul trattamento sanzionatorio con finalità di natura general-preventiva.

È bene riflettere, però, sugli scopi della tutela e sull'effettività della disciplina attualmente in vigore. Se da un lato è pregevole il fatto che il legislatore colga l'importanza di determinati fenomeni criminosi, da un altro lato sarebbe d'uopo che focalizzasse l'attenzione sullo stato dell'arte, cercando di rimodulare le criticità del sistema rileggendolo nel suo complesso.

Ad oggi, infatti, ci si trova innanzi ad un sistema connotato da sostanziale ineffettività delle norme penali e dell'agire dell'Autorità garante (Consob). Ineffettività rilevata non solo dalla dottrina nazionale, ma anche su scala europea dalla Commissione europea, come si avrà meglio modo di illustrare nel prosieguo della presente trattazione⁶.

2. FINALITÀ E IMPOSTAZIONE METODOLOGICA

L'intento, che ha guidato e orientato l'attività di ricerca svolta e che si è tradotto in questo lavoro, è stato quello di analizzare in modo ragionato le problematiche che coinvolgono e da sempre hanno coinvolto la fattispecie di *Insider trading*.

Come si approfondirà nella presente trattazione, l'Abuso di informazioni privilegiate è un fenomeno che, pur conosciuto di recente dal nostro ordinamento, trova origini ormai lontane nell'ordinamento statunitense⁷.

⁶ Per quel che riguarda le osservazioni elaborate dalla Commissione europea in punto di effettività del sistema attualmente vigente su scala europea, si veda Capitolo IV. In relazione al panorama nazionale cfr., su tutti, MUCCIARELLI F., *Restituire effettività al sistema penale: un obiettivo non più eludibile*, cit., 212.

⁷ Come meglio spiegato nel corso della presente trattazione (Capitolo I), parte della dottrina è arrivata a parlare di "trasposizione acritica" e di "processo di americanizzazione". Si veda, rispettivamente,

INTRODUZIONE

La repressione dell'*Insider trading* negli Stati Uniti d'America venne inizialmente ricollegata ai canoni giurisprudenziali elaborati in materia di frode, riconducendo i comportamenti di abuso informativo al concetto stesso di frode; elemento che *prima facie* può apparire di difficile comprensione per l'interprete italiano.

Se, però, ci si calasse nelle vesti del giurista statunitense e nell'ottica del diritto giurisprudenziale, spogliandosi del desiderio definitorio che solitamente ci accompagna, questa ricostruzione non apparirebbe più così singolare. Focalizzando l'attenzione soprattutto sulla *mens rea*, ci si renderebbe conto che l'intento che anima l'agire del soggetto attivo non si allontana di molto da quello che tipicamente ricorre nei comportamenti fraudolenti.

Diversa è la struttura del nostro sistema giuridico e differenti, di conseguenza, devono essere anche le considerazioni da svolgersi in merito all'illecito in esame.

In primis, è necessario ribadire che il nostro legislatore ha disciplinato il fenomeno in oggetto relativamente di recente: la prima normativa in materia risale, infatti, al 1991. Molti sono gli interventi dottrinali che si sono susseguiti in materia, sia sotto il profilo comparatistico che sotto quello prettamente interno. Si cercherà di dar conto dell'ampia ricognizione di tali apporti effettuata durante il periodo di ricerca, al fine di creare un sostrato di base sul quale innestare rilievi critici e spunti di riflessione.

Per capire la portata dell'attuale disciplina si dovrà rispondere all'esigenza di rivolgere lo sguardo prima al passato e poi al futuro.

Sarà doveroso muovere i primi passi partendo dalle origini non solo della fattispecie in sé, ma del fenomeno stesso. Bisognerà, pertanto, introdurre il presente lavoro con una ricostruzione storica della normazione statunitense dagli anni '30 del Novecento ad oggi.

Opera evidentemente di non poco momento che, per essere effettuata compiutamente, richiederebbe essa sola una presentazione monografica. Nell'economia dell'esposizione che si svolgerà, si effettuerà un'obbligata selezione degli interventi legislativi e giurisprudenziali che maggiormente hanno segnato l'evolversi della disciplina negli Stati Uniti fino ad accompagnarci ai giorni nostri.

ERMETES M. L., *Abuso di informazioni privilegiate*, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998, 981; NAPOLEONI V., *Insider trading*, in *Dig. pen.*, 2008, vol. A-I, 576.

INTRODUZIONE

Oltre che per dovere di completezza, tale ricognizione trova giustificazione nel costante richiamo da parte della nostra dottrina alla scelta del legislatore italiano di attingere indiscriminatamente a quanto elaborato oltreoceano, senza tener debitamente in considerazione le differenze strutturali delle culture giuridiche.

Dato conto dello *status quo* nel suddetto ordinamento di *Common law*, si guarderà alla genesi della normativa in Italia, effettuando i debiti richiami ai profili comunitari/europei.

Per comprendere appieno il sostrato caratterizzante questo fenomeno, dopo aver ripercorso i passi evolutivi della normativa sarà necessario focalizzare l'attenzione sulla *ratio* sottesa alla fattispecie. Per questo motivo sarà d'uopo trattare subito di seguito degli aspetti ricollegati al bene giuridico tutelato; tematica molto dibattuta, soprattutto in passato, sulla quale anche oggi non c'è piena unanimità di vedute.

Ci si soffermerà, in primo luogo sulle posizioni teoriche a sostegno della decriminalizzazione del fenomeno, per poi trattare del rapporto che sussiste fra l'illecito *de quo*, la trasparenza societaria e il corretto funzionamento del mercato.

La dottrina ha proposto diverse letture del bene giuridico tutelato: dalla *par condicio* alla trasparenza societaria. Opinione prevalente è quella secondo cui l'illecito *ex art.* 184 t.u.f. sia diretto a tutelare la correttezza e il regolare andamento del mercato, per il tramite della trasparenza, concepita, quindi, come un bene giuridico intermedio⁸.

Sulla scorta di queste riflessioni iniziali di ampio respiro, compreso ciò che sta alla base delle scelte legislative, si rivolgerà l'attenzione alla situazione normativa attualmente in vigore in Italia.

L'ago della bussola che guiderà questo percorso sarà sicuramente la normativa attualmente vigente in Italia, dettata agli artt. 184 e 187 *bis* t.u.f. (accompagnati dall'ancillare art. 181 t.u.f.). Ad oggi, infatti, l'*Insider trading* è disciplinato sia come illecito penale che come illecito amministrativo.

Prima di passare, però, all'analisi delle problematiche inerenti alle due fattispecie vigenti si concentrerà l'attenzione su un concetto che, come risulta

⁸ Su tutti, si veda AMBROSETTI E. M. – MEZZETTI E. – RONCO M., *Diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2012. Per un approfondimento sul tema si veda Capitolo I, par. 12.

INTRODUZIONE

evidente anche dalla stessa denominazione dell'illecito, è posto alla base delle stesse: l'informazione privilegiata⁹.

L'importanza di questa nozione è stata messa in evidenza proprio dal legislatore del 2005, il quale ha scelto di dedicare alla stessa un intero articolo del Testo Unico Finanziario, a differenza di quanto avveniva nella vigenza di entrambe le precedenti discipline. L'art. 181 t.u.f. si pone oggi come antecedente logico-topografico degli articoli che disciplinano gli illeciti *de quibus*.

Volendo attenersi anche al dato testuale, sarà opportuno investigare prima le problematiche inerenti a tale nozione.

Nel contempo, si cercherà di mettere in evidenza l'importanza dell'informazione a livello societario, intesa sempre sotto il profilo della tutela del mercato. Non si potrà, quindi, fare a meno di accennare agli obblighi di *disclosure* gravanti sulle società emittenti.

Una volta ripercorso l'evolversi del concetto di informazione privilegiata e trattati i profili critici che caratterizzano evidentemente l'attuale definizione legislativa, si arriverà al cuore del presente lavoro, ossia la trattazione ragionata delle fattispecie di Abuso di informazioni privilegiate.

Analizzare una fattispecie penale porta sempre con sé il rischio di rendere il proprio pensiero privo di una connotazione personale. Ci si prefiggerà come obiettivo, pertanto, quello di procedere ad una ricognizione della dottrina (ampiamente intervenuta sul punto), cercando di far emergere, seppur fra le righe, delle riflessioni critiche personali.

Si tratterà *funditus* di tutti gli aspetti propri della fattispecie penale, illustrando le modifiche legislative introdotte dalla Legge Comunitaria del 2004: depenalizzazione dell'agire dei c.d. *insiders* secondari e creazione dell'illecito amministrativo di *Insider trading*.

Si affiancherà, dunque, alla trattazione del reato di Abuso di informazioni privilegiate un confronto con il nuovo illecito amministrativo¹⁰.

⁹ La nozione di informazione privilegiata costituisce un elemento imprescindibile per l'analisi delle fattispecie di *Insider trading*; per questo motivo si dedicherà a tale argomento l'intero Capitolo II. Per un primo approccio sul tema si rinvia, *ex multis*, a NAPOLEONI V., voce *insider trading*, in *Dig. disc. pen.*, cit., 582 ss..

¹⁰ L'introduzione nel nostro ordinamento dell'illecito amministrativo di Abuso di informazioni privilegiate è forse la novità più rilevante fra quelle apportate dalla Legge Comunitaria 2004. Questa

INTRODUZIONE

Nella consapevolezza del ruolo svolto dall'Autorità garante del mercato, non si potrà evitare un riferimento, seppur breve, alle dinamiche ad essa connesse e alle critiche che la dottrina sovente rivolge alla duplicazione delle funzioni svolte dalla Consob.

È bene fin da subito precisare che, pur conoscendo il rapporto intercorrente fra l'*Insider trading* e il d. lgs. 231/2001, nell'economia della presente trattazione non ci si soffermerà sull'argomento¹¹. Si ritiene, infatti, che l'inserimento della fattispecie di Abuso di informazioni privilegiate fra i c.d. reati da catalogo ai sensi del citato decreto non sia un elemento che sollevi particolari questioni.

Seguendo la linea del tempo, ecco che si arriverà in conclusione a focalizzare l'attenzione sulle prospettive *de iure condendo*.

Pur essendo consci della minor valenza che può rivestire l'analisi di un provvedimento di legge non ancora approvato, verranno illustrate due Proposte della Commissione europea, rispettivamente una Proposta di Direttiva e una Proposta di Regolamento, entrambe ancora *in itinere*.

Si cercherà, così, di cogliere le esigenze di provenienza europea sottese a detti provvedimenti, richiamando quanto elaborato dalla Commissione stessa, per poi concentrarsi sugli interventi normativi veri e propri. Risulterà, infatti, evidente l'importanza ricoperta da tali provvedimenti in un'ottica di rilettura del sistema di repressione dei fenomeni che vanno ad alterare le dinamiche di mercato.

sceita trova supporto nelle indicazioni contenute nella Direttiva 2003/6/CE. Ad oggi, sembrerebbe, invero, che l'orientamento del legislatore europeo andasse in senso opposto. Si sente, infatti, l'esigenza di intervenire sui profili penali al fine di implementarli. Delle nuove tendenze europee si tratterà al Capitolo IV. Per dei primi cenni in relazione alle problematiche inerenti la competenza penale dell'Europa si vedano, su tutti, BERNARDI A., *La Competenza penale accessoria dell'Unione Europea: problemi e prospettive*, in www.dirittopenalecontemporaneo.it; CANESTRARI S. - FOFFANI L. (a cura di), *Il diritto penale nella prospettiva europea: quali politiche criminali per quale Europa?*, Atti del convegno di Bologna del 28 febbraio – 2 marzo 2002, a cura dell'Associazione Franco Bricola, Milano, 2005.

¹¹ Per non trovando collocazione all'interno della presente opera, per dei primi cenni in merito al rapporto fra Abuso di informazioni privilegiate e responsabilità amministrativa degli enti, si veda, *ex multis*, NAPOLEONI V., voce *insider trading*, in *Dig. disc. pen.*, cit., 604 ss.. Ancora sul punto, cfr. ACCINNI G. P., *La nuova disciplina dell'informazione privilegiata*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2006, 4, 45; COLONNA F. - ROMOLITTI T. E., *Il recepimento della direttiva Market Abuse e l'adeguamento dei modelli organizzativi per la prevenzione dei reati*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2006, 2, 33; IELO P., *Market Abuse e compliance programs ex d. lgs. 231/2001*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2006, 2, 15; MALVASI M., *Il market abuse: illeciti e procedure finalizzati alla loro prevenzione nel modello organizzativo ex d. lgs. 231/2001*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2009, 1, 125; PISOTRELLI L., *Parametri oggettivi d'imputazione all'ente della responsabilità per il reato d'agiotaggio*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2007, 4, 139; ROSSI A., *Market abuse e insider trading: l'apparato sanzionatorio*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2006, 1, 83.

CAPITOLO I

DALLE ORIGINI STATUNITENSIS ALL'ATTUALE *RATIO* DEL DIVIETO

SOMMARIO: SEZIONE PRIMA - UNO SGUARDO D'INSIEME ALLA REGOLAMENTAZIONE STATUNITENSE: 1. L'origine statunitense del divieto di *Insider trading* – 2. Il primo approccio normativo: la *Section 16* del *SEA* e la *rule 10b – 5* – 3. L'evoluzione della *rule 10b – 5* nella giurisprudenza americana – 3.1. Il caso *Texas Gulf Sulphur Company*: il divieto di *Insider trading* viene ricondotto al *market egalitarianism* – 3.2. Il caso *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith* e l'affermazione del principio di *equal access* – 3.3. Il caso *Chiarella* – 3.4. Il caso *Dirks*: un'ipotesi discutibile di *Insider trading* – 3.4.1. La definizione della figura del *tippee* – 4. *Temporary insider theory* e *Misappropriation theory* – 4.1. *Temporary insider theory*: una terza categoria soggettiva – 4.2. *Misappropriation theory* e modalità di appropriazione dell'informazione – 4.2.1. Il caso *Winans* – 5. L'*Insider Trading Sanction Act* – 6. L'*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* dopo gli scandali di *Wall Street* – 7. La *Misappropriation theory* dopo il caso *Chestmann* – 8. L'accoglimento da parte della Corte Suprema della *Misappropriation theory*: il caso *O'Hagan* – 9. La *rule 105b – 2* e le *non – business relationships* – 10. La definizione dell'illecito nel diritto statunitense attualmente vigente – 10.1. Soggetti attivi – 10.2. Condotta vietata – 10.3. Caratteri e contenuto dell'informazione – **SEZIONE SECONDA** - I FONDAMENTI DEL DIVIETO DI ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE: CENNI STORICI E INTERESSE TUTELATO: 1. L'evoluzione della normativa italiana dalle origini comunitarie ad oggi – 2. Interesse tutelato – 2.1. Le teorie a sostegno dell'*Insider trading*: una pratica economicamente utile – 2.2. L'*Insider trading*: una figura complementare alla trasparenza societaria – 2.3. L'interesse tutelato dalla fattispecie di *Insider trading*: il regolare e corretto funzionamento del mercato, attraverso la tutela della trasparenza – 2.4. Ricostruzioni alternative dell'interesse tutelato

SEZIONE PRIMA

UNO SGUARDO D'INSIEME ALLA REGOLAMENTAZIONE STATUNITENSE

1. L'ORIGINE STATUNITENSE DEL DIVIETO DI *INSIDER TRADING*

Il fenomeno dell'*Insider trading* è “comparso sulla scena penalistica nostrana solo al crepuscolo dello scorso secolo”¹. Si tratta di una disciplina relativamente recente, la cui introduzione nel nostro ordinamento si “colloca nel solco del processo di «americanizzazione» del diritto penale in materia economica”².

¹ Così si esprime NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 576.

² Di nuovo, NAPOLEONI V., op. ult. cit., 576. In merito alla fattispecie in esame appare particolarmente appropriato il riferimento effettuato dall'Autore al “processo di americanizzazione”. L'*insider trading*, infatti, è un fenomeno che viene disciplinato per la prima volta negli Stati Uniti d'America agli inizi del secolo scorso. Come si è già avuto modo di rilevare, appare di evidente importanza il modello statunitense nello studio della fattispecie *de qua*

Senza potersi soffermare *funditus* sul punto, si ritiene doveroso fornire dei cenni sulla genesi della normativa statunitense³, culla di tutte le normative successive. Agli inizi del secolo scorso, già prima che sul panorama giuridico d'oltreoceano si affacciasse la *rule* 10b – 5, era diffusa una configurazione del problema in oggetto basata sui canoni della frode⁴. Aveva iniziato ad affermarsi l'idea, sorretta anche da un'evoluzione giurisprudenziale in tal senso⁵, che gli *insiders* violassero il rapporto fiduciario sussistente nei confronti della società e dei suoi azionisti.

³ Non potendo essere questa la sede per un'analisi approfondita di tutte le problematiche inerenti al reato di *Insider trading* nel diritto penale statunitense, senza alcuna pretesa di completezza, si rinvia a BAINBRIDGE S.M., *Securities Law, Insider Trading*, Foundation Press, New York, 1999; BERGMANS B., *Inside information and securities trading: a legal and economic analysis of the foundations of liability in the U.S.A. and the European Community*, London, 1991; BRUDNEY V., *Insiders, Outsiders and Informational Advantages under Federal Securities Law*, in *Harvard law review*, 1979, 322; DOOLEY M. P., *Enforcement of insider trading restrictions*, in *66 Virginia Law Rev.*, 1980, 33; HERMAN E. S., *Equity funding, inside information, and the regulations*, 21 *UCLA law rev.*, 1973, 17; HOPT K. J., *Insider regulation and Timely Disclosure*, in *Forum Internazionale*, n. 21, 1997; LANGEVOORT D. C., *Insider Trading Regulation, Enforcement and Prevention*, New York, 1992; LANGEVOORT D. C., *Rereading Cady Roberts: the ideology and a practice of insider trading regulation*, in *Columbia law review*, 1999, 1319; LAVET R. S., *Idemnification of corporate directors and officers in insider trading litigation*, in *Journal of business research*, vol. 39, I. 3, July 1997; LOSS L., *Fundamentals of Securities Regulation*, 1985 *Supplement*, Boston – Toronto, 1985; MANNE H., *In defense of insider trading*, in *Harvard Bus. Rev.*, 1966, 114; MANNE H., *Insider Trading and Stock Market*, New York, Free Press, 1966; MANNE H., *Insider trading and the law professors*, in *23 Vanderbilt Law Rev.*, 1970, 577; TISEO A., *Il reato di insider trading – Evoluzione normativa e giurisprudenziale negli Stati Uniti e nei principali Paesi dell'Unione Europea e del Mediterraneo meridionale e orientale*, Santa Maria Capua Vetere, 2006; WHITNEY II J. M., *From Cady Roberts to Texas Gulf: Matters of Disclosure*, in *21 Business Lawyer*, 1965; ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, in *Dir. comm. int.*, 1996, 831; ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – II parte*, in *Dir. comm. int.*, 1997, 59.

⁴ Quanto suddetto è confermato dalle parole di SEMINARA S., *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989, 95, il quale spiega che le Corti Statunitensi consideravano “i fatti di *insider trading* [...] come frodi in senso tradizionale” e individuavano “l'elemento caratterizzante nella violazione del rapporto fiduciario commessa dall'*insider* nei confronti della società e dei suoi azionisti”. Come specificato da ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, cit., 833, per parlare di frode l'ordinamento di *Common law* richiede la sussistenza di cinque elementi: la falsa rappresentazione di un fatto rilevante, la consapevolezza di tale falsità, l'intenzione di indurre altri ad una condotta attiva od omissiva, il giustificabile affidamento della controparte e il danno per la stessa.

⁵ Per quanto riguarda i primi orientamenti giurisprudenziali che si sono affacciati sul panorama giuridico di inizio secolo scorso, si possono portare come esempio due pronunce, alle quali si deve l'evoluzione della disciplina in oggetto. Sul punto si veda ZANNINO S. D., op. ult. cit., 833, il quale così si esprime: “L'origine del divieto di *insider trading* si deve allo sviluppo di due diversi indirizzi”. Il primo indirizzo risale al 1903 ed è quello del caso *Oliver v. Oliver* in cui viene riconosciuto “il diritto dell'azionista all'informazione sui titoli oggetto del contratto in quanto considerava gli amministratori dei quasi *trustees* dell'azionista”. Il secondo, invece, è datato 1909 e fa riferimento al caso *Strong v. Rapide* (*Strong v. Rapide*, 213 US 419-1909). Tale orientamento richiama un elemento tipico del diritto di *Common law*, i c.d. *special facts* o *special circumstances*. In questo caso, infatti, non si metteva in discussione il rapporto fiduciario fra azionisti e amministratori, ma veniva individuata una fonte differente per l'obbligo di informazione ai soci, il quale è stato ricondotto alle circostanze particolari. Si tratta di due orientamenti che fanno riferimento ad una realtà molto meno complessa di quella attuale e ben diversa anche da quella sulla quale in seguito poggerà la disciplina del *SEA*. In questi due casi, infatti, le transazioni considerate sono del tipo *face to face*. Il rapporto coinvolto è quello

È solo con la crisi del 1929 che si manifesteranno in modo chiaro quelle che sono le reali ed effettive problematiche che attengono al mercato mobiliare. Da questo momento in poi non si potrà più parlare di operazioni *face to face*. Fra un soggetto e l'altro si inserisce il grande vortice del mercato azionario e le vecchie regole che disciplinavano transazioni e scambi "semplici" si rivelano inadeguate e non più in grado di stare al passo con le esigenze di sviluppo del mercato stesso⁶.

È in questo scenario di crisi e di inadeguatezza delle strutture giuridiche che si inseriscono i primi interventi legislativi.

Vengono emanati, rispettivamente nel 1933 e nel 1934, il *Securities Act* e il *Securities Exchange Act (SEA)*, entrambi diretti a regolare l'emissione e il commercio dei titoli mobiliari. Inoltre, con l'*Act* del 1934 si istituisce un organo di controllo del mercato borsistico: la *SEC (Securities and Exchange Commission)*.

È in questo modo che si inizia a dar corpo alla normativa in materia di *Insider trading*.

Di seguito, si cercherà in primo luogo di dare brevemente conto delle norme di riferimento sancite da tali interventi legislativi e, in secondo luogo, dell'evoluzione giurisprudenziale che ha coinvolto la fattispecie in esame.

2. IL PRIMO APPROCCIO NORMATIVO: LA SECTION 16 DEL SEA E LA RULE 10B - 5

Il primo riferimento normativo dal quale è bene partire è dato dalla *Section 16* del *SEA*, la quale si articola in tre disposizioni.

La prima (*sec. 16 A*) impone un obbligo di comunicazione delle partecipazioni e delle variazioni intervenute sulle stesse a soggetti qualificati; le altre due (B) e (C) riguardano più da vicino il problema dell'*Insider trading*.

La *sec. 16 C* vieta ad amministratori (*directors*), alti dirigenti (*officials*) e azionisti (qualificati dal possesso di più del 10% del capitale sociale, c.d. *substantial shareholders*) le vendite allo scoperto e le c.d. *sales against the box*. La *sec. 16 B* rende recuperabili alle società i profitti conseguiti attraverso operazioni di acquisto e di vendita, o viceversa,

amministratore – azionista, senza che emergano le molteplici e complesse sfaccettature del mercato borsistico.

⁶ Descrivono in modo lineare la situazione di quegli anni le parole di COHEN M., *Struttura, funzionamento e compiti della SEC*, in *Riv. soc.*, 1977, 85. L'ex presidente della *SEC* spiega come "[...] la mancanza di adeguata informazione da parte delle società e l'abuso delle informazioni stesse da parte dei dirigenti e di altri *insiders* determinano una situazione nella quale nessuno aveva la certezza che i prezzi di mercato dei titoli riflettessero una qualsiasi ragionevole relazione con valori intrinseci o le forze impersonali dell'offerta e della domanda".

effettuate ad una distanza di tempo inferiore a sei mesi dai medesimi soggetti sopra citati.

La *Section 16* del *SEA* presenta, però, dei limiti soggettivi⁷ e temporali che le impediscono di essere uno strumento adeguato alla repressione del fenomeno di *Insider trading*.

Per questo motivo nel 1942 la *SEC*, avvalendosi del potere di emanare “*rules and regulations*” conferitole dal *SEA*⁸, interviene sul punto predisponendo l’ormai nota *rule 10b – 5*⁹, che costituirà la base di partenza della successiva evoluzione giurisprudenziale in materia.

La *rule 10b – 5* si caratterizza per essere una norma molto generica e incentrata più sul problema della repressione del pericolo di frodi che non su quello dello sfruttamento di informazioni riservate. Questo conferma quanto accennato in precedenza, ossia che la disciplina dell’*Insider trading* trova le sue radici nella normativa e nei principi di *Common law* in materia di frode.

Quella predisposta dalla *rule 10b – 5* è una disciplina a livello ancora embrionale, che verrà sviluppata dai successivi interventi delle Corti Statunitensi, alla luce dei quali si arriverà ad attribuire per via derivata una connotazione fraudolenta all’attività borsistica nascente dalla violazione del dovere di informazione sussistente nei confronti della propria controparte nella transazione.

È su questa base che si colloca la c.d. *disclose or abstain rule*, secondo la quale un soggetto, sul quale grava un obbligo informativo nei confronti della sua controparte,

⁷ In merito, ZANNINO S. D., *L’insider trading negli Stati Uniti d’America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, cit., 835 sostiene che sono “inclusi nella fattispecie solo *high level insiders*”, mentre rimane “fuori dalla sua portata lo scambio di informazioni reciproco fra i *managers* il c.d. *back scratching*” e non è prevista “nessuna inibizione al commercio dei congiunti degli *insider*”.

⁸ Quanto detto è confermato da ZANNINO S. D., op. ult. cit., 835. La *sec. 10 (b)* autorizzava la *SEC* “ad emanare le norme e i regolamenti che ritenesse necessari per la difesa del mercato mobiliare dalle frodi[...]”.

⁹ Per maggiore comodità del lettore, viene di seguito riportata la traduzione del testo della *rule 10b – 5* come effettuata da SEMINARA S., *Insider trading*, cit., 92: “E’ illecito per chiunque impiegare, direttamente o indirettamente, ogni mezzo o strumento del commercio interstatale o della posta o messo a disposizione da qualsiasi borsa valori nazionale a) per realizzare qualunque espediente, schema o artificio con intento fraudolento, b) per rilasciare false dichiarazioni su circostanze di fatto rilevanti od omettere di riferire fatti essenziali in grado di evitare, alla luce della situazione in cui vengono resi, dichiarazioni ingannevoli, c) per compiere qualsiasi atto, pratica od operazione che determini o possa determinare una frode o un’induzione in errore, in riferimento all’acquisto o alla vendita di qualsiasi titolo.” L’Autore specifica, inoltre, che tale *rule* sanziona “la violazione di un dovere di informazione nei confronti della controparte della transazione [...] tale da conferire un carattere fraudolento alla successiva attività borsistica; in questa prospettiva si colloca la *disclose or abstain rule*”.

ha la possibilità di scegliere fra l'assolvere a tale obbligo o l'astenersi dalla transazione stessa.

È evidente come questo si possa definire solo un primo approccio al problema. Ciò che assume importanza ai fini della rilevanza penale, così come sancito dalla *rule* 10b – 5, è la violazione di un dovere di correttezza in fase di trattazione. Correttezza che, una volta venuta meno, andrebbe ad inficiare le successive operazioni di borsa, in quanto nate da comportamenti o intenti fraudolenti.

In fine, è necessario mettere in evidenza come il dato letterale della *rule* 10b – 5 colpisca esclusivamente condotte attive, senza nulla disporre in relazione alle condotte omissive¹⁰.

Tale previsione trova giustificazione nel fatto che anche quello statunitense, come tutti gli ordinamenti di *Common law*, ha accolto solamente di recente il concetto di reato omissivo. Pertanto, non è da imputare ad una precisa scelta legislativa il mancato riferimento ad un'eventuale ipotesi di *Insider non trading*¹¹. Tale risultato normativo dipende esclusivamente dalla cultura giuridica all'epoca propria degli ordinamenti di *Common law*.

Come meglio si dirà, sarà solo in seguito che, grazie all'opera di interpretazione evolutiva delle Corti americane, la *rule* 10b – 5 diventerà “il maggior strumento normativo di repressione dell'*insider trading*”¹². Solo grazie all'opera della giurisprudenza si riuscirà ad andare oltre al dato normativo di riferimento e ad estendere la portata della *rule* 10b – 5, arrivando ad equiparare il silenzio degli *insiders* alle dichiarazioni false sorrette da intenti fraudolenti.

¹⁰ Quanto sostenuto è confermato dalle parole di ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, cit., 836, secondo cui non viene fatto “nessun riferimento agli *insiders*, né il minimo accenno a comportamenti di mero silenzio [...]. Chiunque” può “violare la *rule* 10b – 5 purché” ponga “in essere degli atti finalizzati all'induzione in errore o comunque al procacciamento di un ingiusto profitto.”

¹¹ Ad oggi, nemmeno il nostro ordinamento disciplina una siffatta ipotesi. Tale dato potrebbe trovare origine proprio nella “lacuna” del sistema statunitense. Non si è mancato, infatti, di richiamare i rilievi critici di parte della dottrina in relazione alle modalità di “importazione” della fattispecie di Abuso di informazioni privilegiare in Italia. In merito all'*Insider non trading* nel nostro sistema si rinvia al Capitolo III, par. 3.1.1.

¹² Così ZANNINO S. D., op. ult. cit., 836, il quale spiega che è stato equiparato “in forza dell'esistenza in capo agli *insiders* di doveri «fiduciari» verso gli azionisti della società di appartenenza, il silenzio di questi alle false e fraudolenti dichiarazioni *toutcourt*”.

3. L'EVOLUZIONE DELLA *RULE 10b – 5* NELLA GIURISPRUDENZA AMERICANA

Come accennato nel paragrafo precedente, è solo grazie all'intervento della giurisprudenza che la *rule 10b – 5* riesce ad estendere la portata del divieto in essa contenuto.

Va precisato che la ricostruzione imperniata sul concetto di frode continua ad essere seguita per circa trent'anni, fino al 1961. È proprio in tale anno che la *SEC* interviene con un nuovo e importante contributo, specificando la portata del divieto di utilizzazione dell'informazione privilegiata. A seguito di tale apporto si assisterà ad una progressiva evoluzione nell'interpretazione della *rule 10b – 5*.

A tal proposito è d'obbligo far riferimento al caso *Cady, Roberts & Co.*¹³. È in relazione a tale vicenda, invero, che la *SEC* si pronuncia precisando che la condotta del soggetto agente deve sì essere supportata da un intento ingannevole, ma che non è più da intendersi come necessaria ai fini della punibilità la sussistenza di quei cinque elementi che, secondo i principi di *Common law*, integrano l'ipotesi di frode¹⁴.

Tale affermazione di principio fa sì che inizi a delinarsi in modo autonomo la figura dell'*Insider trading*.

È la *SEC* stessa, infatti, ad affermare che le succitate norme non sono dirette a specificare determinate condotte fraudolente, ma costituiscono uno strumento per rendere punibili tutte le ipotesi di indebito vantaggio¹⁵, a prescindere dagli strumenti utilizzati e dalle modalità esecutive.

La pronuncia della *SEC* sul caso *Cady, Roberts & Co.* è di particolare interesse anche perché va a meglio delineare i soggetti attivi dell'illecito.

¹³ Si fa riferimento al caso *Cady, Roberts & Co.*, 40 SEC, 910. Per una sintetica descrizione dei fatti si veda quanto riportato da ZANNINO S. D., op. ult. cit., 837. La vicenda riguarda un “procedimento amministrativo iniziato dalla SEC nell'ambito dei suoi ampi poteri disciplinari, contro un agente di cambio. Questi sfruttando la carica di *director* contemporaneamente ricoperta in una società commerciale, era venuto a conoscenza di una forte riduzione del dividendo. Senza indugio l'informazione venne trasmessa alla *brokerage firm* di cui faceva parte la quale altrettanto prontamente l'aveva ceduta ai suoi clienti.” Sul punto si veda anche LANGEVOORT D. C., *Rereading Cady Roberts: the ideology and practice of insider trading regulation*, in *Columbia law review*, 1999, 1319.

¹⁴ La *SEC* dichiara che la *sec. 10 (b)* e la *rule 10b – 5* sono “ampie norme risarcitorie idonee a colpire condotte di induzione in errore o di inganno, a prescindere che esse siano o no effettivamente e tecnicamente in grado di supportare un'azione di *Common law* per frode o inganno [...]”. Il testo è così tradotto da ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, cit., 838. Per una breve riferimento ai canoni della frode si veda la nota n. 4 del precedente par. 1.

¹⁵ Quanto suddetto viene ribadito da SEMINARA S., *Insider trading*, cit., 97. La *SEC* spiega come tali norme siano “destinate a ricomprendere l'infinita varietà di mezzi attraverso cui può essere preso un indebito vantaggio”.

Viene intaccata la barriera all'operatività della fattispecie posta dai limiti soggettivi, così come delineati nelle prime pronunce giurisprudenziali. La suddetta Commissione afferma, infatti, che è irrilevante ai fini della configurazione del reato in esame che la controparte nella transazione sia un'azionista della società o, meglio, un investitore acquirente o un azionista venditore.

Inoltre, vengono forniti elementi nuovi per definire i soggetti *insiders* che vanno ad abbattere la necessaria sussistenza in capo all'*insider* stesso di una relazione fiduciaria. Si tratta dei c.d. requisiti dell'*access* e dell'*inherent unfairness*. Rispettivamente, il primo elemento richiede che l'*insider* abbia un tale legame con la società da poter accedere ad informazioni disponibili solo nell'interesse della società stessa.

L'*inherent unfairness*, invece, si riferisce all'elemento soggettivo propriamente detto. Il soggetto agente deve essere consapevole del privilegio informativo di cui dispone rispetto alla sua controparte. Sfruttando tale vantaggio, egli esprime la sua disonestà, la quale, di conseguenza, connoterà il fatto da lui stesso posto in essere¹⁶.

In presenza di tali circostanze sul soggetto *insider* grava il divieto di utilizzare o cedere ad altri tali informazioni. Si richiama così la *disclose or abstain rule*, alla luce della quale un soggetto che dispone di informazioni riservate deve scegliere se astenersi dall'utilizzarle a fini personali o se porre in essere un'operazione di *disclosure* al fine di rendere edotta la controparte di tali conoscenze.

In questo modo viene estesa la sfera di incidenza soggettiva della *rule* 10b – 5¹⁷, ampliando l'ambito di punibilità, pur essendo comunque ribadita la necessità che sussista una *relationship* con la società o con un suo esponente affinché si possa rispondere a titolo di *Insider trading*.

¹⁶ Così SEMINARA S., op. ult. cit., 97 descrive i requisiti dell'*access* e dell'*inherent unfairness*: rispettivamente, "l'esistenza di una *relationship* che consenta l'accesso [...] ad informazioni disponibili esclusivamente nell'interesse della società" e "la disonestà intrinseca nel fatto di colui che sfrutta queste conoscenze nella consapevolezza che esse sono ignorate dalla controparte della transazione". Sull'*inherent unfairness* si veda anche ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, cit., 838, il quale lo definisce come la "riprovevole coscienza di trarre un vantaggio dalla situazione di inferiorità informativa della controparte".

¹⁷ Nella decisione stessa si afferma che *directors, officials* e *substantial shareholder* "non esauriscono il novero dei soggetti cui è imposto l'obbligo di *disclosure* [...]. Nostro compito è quello di individuare coloro che si trovano in uno speciale rapporto con una società e a conoscenza dei suoi affari interni e perciò soggiacciono ai conseguenti doveri nel commerciare sui suoi titoli". La traduzione è così riportata da ZANNINO S. D., op. ult. cit., 838.

3. 1. Il caso *Texas Gulf Sulphur Company*: il divieto di *Insider trading* viene ricondotto al *market egalitarianism*

Un ulteriore sviluppo si ha con quello che è definito *leading case* in materia: *SEC v. Texas Gulf Sulphur Company*¹⁸. Su tale caso si è pronunciata la Corte d'Appello nel 1968 con una decisione che, pur richiamando il principio enunciato dalla *SEC* nel caso *Cady, Roberts & Co.*, compie un passo avanti.

Viene, infatti, ribadito che non è più necessaria la sussistenza di un vincolo fiduciario intercorrente fra soggetto attivo e società o azionisti. Il divieto di *Insider trading* si incentra, così, sulla mera detenzione di informazioni privilegiate ed estende la sua operatività a tutte le notizie che oggi indichiamo come *price sensitive*.

La Corte d'appello in tal modo individua nel *market egalitarianism* l'interesse giuridico sotteso alla disciplina dell'*Insider trading* ed estende al massimo grado la soggettività attiva della fattispecie: chiunque disponga di informazioni privilegiate è assoggettato alla *disclose or abstain rule* e può, quindi, rientrare nell'alveo di operatività dell'*Insider trading*¹⁹.

Si assiste, così, ad un mutamento di prospettiva con riguardo alla *ratio* sottesa alla norma, la quale alla luce di tale sentenza risulta orientata a tutelare il mercato da comportamenti scorretti che si basano su mere asimmetrie informative.

¹⁸ *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F. 2d 833, 859 (2d Cir. 1968) cert. den., 394 U.S. 976 (1969). Così SEMINARA S., *Insider trading*, cit., 98 riassume brevemente i fatti: “[...] la Texas Gulf – al tempo fra le massime fornitrici di zolfo su scala mondiale –, in seguito a lavori di trivellazione compiuti in Canada tra il novembre 1963 e l'aprile 1964, aveva scoperto enormi giacimenti di rame, zinco e argento. La società, ovviamente, procedette all'acquisto dei terreni interessati mantenendo segreta la notizia, ciò però non impedì a numerosi dirigenti, impiegati e consulenti di comprare forti quantitativi di azioni e di opzioni ovvero di cedere l'informazione a terzi; il conseguente rialzo del titolo, insieme alle voci di mercato che andavano crescendo e agli interventi della stampa specializzata, indussero il *New York Stock Exchange* a richiedere l'11 aprile 1964 chiarimenti alla società, che il giorno successivo rilasciò un comunicato con cui il movimento del titolo veniva addebitato ad operazioni speculative ad essa estranee e le notizie pubblicate dei giornali erano giudicate esagerate. Quando poi, il 16 aprile 1964, quelle scoperte vennero ufficialmente annunciate in una riunione ristretta della società, al fine di preparare la notizia da rendere pubblica, immediatamente dopo la fine della seduta due dirigenti abbandonarono la sala e, per telefono, uno provvide ad impartire ingenti ordini di acquisto delle azioni Texas Gulf, l'altro passò l'informazione alla banca della quale era impiegato, che la sfruttò in favore dei propri clienti. Nel giro di tre giorni la quotazione del titolo [...] salì vertiginosamente [...]. Il rialzo suscitò un clamore tale da determinare l'intervento della SEC e la denuncia da parte di molti azionisti.” Per un approfondimento sul caso in esame, cfr. FLEISCHER JR., *Securities Trading and Corporate Information Practices: the Implications of the Texas Gulf Sulphur Proceedings*, in *Virginia law review*, 1965, 1297 ss..

¹⁹ Riassume in modo chiaro il pensiero della Corte ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, cit., 839. La Corte d'appello identifica “nel c.d. *market egalitarianism* la *ratio* repressiva delle pratiche d'*insider trading*. Il divieto viene ora a colpire «chiunque» abbia detenzione di rilevanti informazioni privilegiate lasciandogli la squisitamente teorica alternativa della «disclosure»”.

3. 2. Il caso *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith* e l'affermazione del principio di *equal access*

Nel caso che coinvolge la *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith*²⁰ si amplia ulteriormente l'ambito di operatività della *rule* 10b – 5, affermando la responsabilità anche dei clienti di questa nota *brokerage firm* newyorkese, senza che essi si fossero trovati in alcuna relazione con la società o con un suo *insider*.

Col precedente *Cady, Roberts & Co.*, pur essendo stati resi più elastici i principi che regolavano la materia, la *SEC* aveva comunque riconosciuto come necessaria la sussistenza di una *relationship* con la società o con soggetti ad essa collegati.

Nel caso di specie, invece, la responsabilità dei clienti della *brokerage firm* è motivata sulla base della coscienza di utilizzare informazioni riservate provenienti da fonti societarie. Essi sono ritenuti assoggettati alla *disclose or abstain rule* in quanto detentori di informazioni privilegiate ottenute in modo non corretto e provenienti dalla società emittente i titoli. Questo li collocherebbe automaticamente, secondo quanto sostenuto dalla *SEC*, in una posizione privilegiata rispetto alla generalità degli investitori.

Si assiste, così, all'affermarsi della regola che vuole la parità di *chances* sul mercato. Regola, però, che venne di lì a poco messa in discussione da due pronunce della *Supreme Court* costituenti i capisaldi dell'evoluzione giurisprudenziale in materia di *Insider trading*.

3. 3. Il caso *Chiarella*

L'evoluzione giurisprudenziale della quale si è fin qui dato conto subisce un *revirement* alla luce di due pronunce degli anni '70 del secolo scorso (casi *Chiarella* e

²⁰ *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc.*, 495 F. 2d 228 (2d Cir. 1974). Per una descrizione dell'accaduto si veda SEMINARA S., *Insider trading*, cit., 100. Il caso riguarda l'azione della *SEC* "nei confronti della più rinomata *brokerage firm* newyorkese, di numerosi suoi impiegati e di quindici clienti costituiti da società di fondi comuni, sostenendo che quell'agenzia, come garante dell'emissione di un prestito obbligazionario lanciato dalla società Douglas Aircraft, era stata da questa informata di una forte riduzione dei profitti e di una sensibile contrazione delle sue prospettive economiche; ad avviso della *SEC*, tale conoscenza riservata era stata trasmessa dagli uffici della Merrill Lynch ai clienti, che l'avevano immediatamente sfruttata vendendo complessivamente 154.000 titoli Douglas per un importo di oltre 13.300.000 dollari".

Dirks)²¹. Si interrompe, infatti, il filone di interpretazione espansiva della *rule* 10b – 5, per tornare ad avvicinarsi nuovamente ai principi di *Common law*.

Il primo caso al quale si fa riferimento è il caso *Chiarella*²².

Sia la Corte Distrettuale che la Corte d'appello condannano il Signor *Chiarella*, basandosi sui principi precedentemente affermati nel caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur Company* e facendo riferimento al principio dell'*equal access*.

La Corte d'appello, inoltre, nel pronunciare la sentenza di condanna sembra delineare una nuova accezione dell'ambito soggettivo della fattispecie in esame. Per fare ciò si basa proprio sul principio di parità nell'accesso alle informazioni. Tale principio viene così posto a fondamento del divieto in esame²³, cosa che determina la creazione di una nozione nuova: quella di *market insider*²⁴.

Il dovere di *disclosure* che prima si riferiva solo a soggetti *inside* ora viene ritenuto operante anche per soggetti genericamente *outside* rispetto alla società cui le informazioni fanno riferimento²⁵.

Si assume, cioè, come presupposto che la *rule* 10b – 5 sia stata predisposta per garantire e tutelare la parità conoscitiva di tutti gli investitori.

Sulla base di tale assunto in sentenza si afferma che è irrilevante che il Signor *Chiarella* non sia un *insider* propriamente detto, poiché le norme *antifraud* sono dirette ad

²¹ La rilevanza dei casi *Chiarella* e *Dirks* è sottolineata da ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, cit., 839, secondo cui queste due pronunce “segneranno un globale ripensamento da parte della Supreme Court della filosofia di approccio al tema”.

²² Per una breve descrizione di fatti ci si rifà a quanto testualmente riportato da ZANNINO S. D., op. ult. cit., 840: “Vincent Chiarella era dipendente della Pandick Press, una tipografia di New York specializzata nella stampa di documenti finanziari. Tra il settembre 1975 e il novembre 1976 – lavorando sui prospetti di cinque offerte pubbliche di acquisto, nei quali le società interessate avevano avuto cura di non indicare né il nome della società destinataria né il prezzo di acquisto dei titoli –, egli riuscì a decifrare i dati mancanti e a realizzare così delle operazioni che gli fruttarono circa 30.000 dollari. Agli inizi del 1977 la SEC iniziò ad indagare sulla vicenda. “Conclusesi le indagini della SEC con un *consent decree* con il quale Chiarella accettò di restituire i profitti, agli inizi del 1978, si instaurò il procedimento penale davanti la Corte Distrettuale.”

²³ Quanto detto trova conferma nelle parole di SEMINARA S., *Insider trading*, cit., 104. Viene individuato come “fondamento generale del divieto di *insider trading* il principio dell'eguale accesso alle informazioni”.

²⁴ Così è riportato da SEMINARA S., op. ult. cit., 104, parte del testo della sentenza *United States v. Chiarella*: “Chiunque, *insider* societario o no, regolarmente riceve rilevanti conoscenze riservate, non può utilizzarle senza esporsi al dovere di rivelarle. E se non può rivelarle, deve astenersi dal comprare o dal vendere”.

²⁵ Tale affermazione trova conferma nelle parole di SEMINARA S., op. ult. cit., 104, secondo cui in tal modo “alla preesistente illiceità dell'*insider trading* e del *tipping* si accosta quella dell'*outsider trading* [...]”.

evitare disparità informative. Tutti i soggetti che operano sul mercato devono avere le stesse possibilità di accesso alle informazioni ritenute rilevanti²⁶.

Rispetto ai precedenti giurisprudenziali citati, nei quali è stato elaborato il principio di *equal access*, con il caso *Chiarella*²⁷ viene creata dalla Corte d'appello la figura del *market insider*, dai contorni dubbi e troppo elastici.

In tal modo si arriva ad un ampliamento eccessivo della sfera soggettiva della *rule* 10b – 5, posto che chiunque può essere ritenuto *market insider*²⁸.

È proprio su questa base, criticabile sotto più profili, che si fonda la sentenza della *Supreme Court*, la quale dichiara l'assoluzione di *Chiarella*, ribadendo la validità dei principi di *Common law*²⁹. Ed è proprio con tale pronuncia che si arriva al *revirement* nella lettura e nell'interpretazione della *rule* 10b – 5, al quale si accennava in precedenza.

Si torna ad affermare, infatti, che la *rule* 10b – 5 reprime condotte fraudolente che si caratterizzano per la sussistenza della violazione di un dovere di informazione. Tale dovere, come sottolinea la Corte stessa, “si configura quando una parte possiede notizie che l'altra ha il diritto di conoscere a causa di una relazione fiduciaria o di altra analoga relazione di *trust and confidence* fra esse”³⁰.

²⁶ Sul punto si veda SEMINARA S., op. ult. cit., 104, il quale spiega come le norme *antifraud* siano dirette a far sì che “tutti gli investitori i quali commerciano su mercati anonimi abbiano un accesso relativamente eguale a informazioni significative”.

²⁷ Rileva tale problematica ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, cit., 841. L'Autore mette in evidenza come “il soggetto coinvolto non solo non era un *insider* per quanto dilatabile si ritenga la categoria ma la fonte delle notizie non era neanche la fonte emittente i titoli trattati dal *Chiarella*. I principi di *Common law* in materia di frode erano ormai alle spalle”.

²⁸ Si esprime in senso critico in relazione al punto di arrivo della giurisprudenza col caso *Chiarella*, SEMINARA S., *Insider trading*, cit., 108, il quale afferma che con tale pronuncia si “proietta il divieto di *insider trading* verso una prospettiva indefinita”.

²⁹ Di tale avviso è ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, cit., 841. L'Autore afferma che in questo modo la Corte Suprema restituisce “ai principi di *common law* tutta la loro validità e attualità”.

³⁰ La traduzione di parte della pronuncia *Chiarella v. Unites States* è così riportata da SEMINARA S., *Insider trading*, cit., 105: “Nessun dovere potrebbe derivare dalla relazione fra il ricorrente (*Chiarella*) e i venditori dei titoli della società destinataria dell'offerta giacchè egli non aveva con essi alcun precedente rapporto. Egli non era un loro agente, non era un fiduciario, non era un soggetto su cui i venditori avevano riposto la loro *trust and confidence*. Era di fatto un perfetto estraneo, che trattava con i venditori solo attraverso anonime operazioni commerciali. [...] la sec 10b è idoneamente formulata come una norma onnicomprensiva (*catch-all provision*), ma ciò che essa colpisce dev'essere una frode. Quando un'accusa di frode è fondata su un'omessa rivelazione, non può configurarsi una frode nell'assenza di un dovere di informare. Noi riteniamo che un obbligo di informazione ex 10b non sorge dal mero possesso di informazioni riservate”.

Sulle conclusioni alle quali è giunta la Corte Suprema possono svolgersi due ordini di considerazioni.

Da un lato, la Corte frena l'espansione della *rule* 10b – 5, affermando che non può più essere seguita la previgente giurisprudenza che si fondava sull'*equal access*.

Basandosi su tale teoria si era arrivati, infatti, ad ammettere una punibilità dai confini troppo estesi, posto che poteva rientrare nell'ambito di operatività dell'*Insider trading* ogni ipotesi di sfruttamento in borsa di informazioni riservate. Per usare una terminologia propria del diritto penale italiano, la Suprema Corte avrebbe rifiutato l'idea che tale fattispecie potesse essere considerata come un reato a soggettività aperta. Con tale pronuncia è stata, infatti, ribadita la necessità che il soggetto agente possieda determinate caratteristiche, ossia disponga dell'informazione in forza di una relazione di natura fiduciaria.

Dall'altro lato, però, la *Supreme Court* non arriva a ridefinire in modo utile e innovativo la fattispecie di *Insider trading*. Questa pronuncia si connota per essere una mera petizione di principio.

Su tutti, basti pensare alla questione inerente la responsabilità del *tippee*. Stando alla ricostruzione proposta dalla Corte, quest'ultimo sfuggirebbe alla repressione. Egli, infatti, non è assoggettato ad alcun vincolo di natura fiduciaria e, pertanto, il suo agire sul mercato è libero.

Per evitare una tal conseguenza la Corte qualifica il *tippee* come “*participant after the fact*” in relazione all'agire dell'*insider*³¹, aggirando in questo modo il problema definitorio.

Riassumendo, tale pronuncia sembra costituire una mera presa di coscienza della *Supreme Court*: era necessario porre dei limiti al processo espansivo che caratterizzava la lettura della *rule* 10b – 5. Resta, però, il fatto che questa pronuncia confuta la precedente elaborazione giurisprudenziale senza delineare in modo idoneo i confini dell'illecito³², soprattutto sotto il profilo soggettivo.

³¹ Evidenzia le ragioni alla base della decisione della Corte SEMINARA S., op. ult. cit., 108. L'Autore così si esprime: “Una volta subordinata l'applicabilità della *disclose or abstain rule* all'esistenza di un dovere fiduciario, ne deriverebbe la liceità dell'operazione di borsa compiuta dal *tippee*, in quanto non vincolato da tale obbligo; [...] la Supreme Court è costretta a costruire la sua punibilità come «*participant after the fact*» nella violazione commessa dall'*insider*”.

³² In senso critico SEMINARA S., op. ult. cit., 109 rileva come tale pronuncia non arrivi a “delineare i fondamenti di tipo economico o politico criminale su cui dovrebbe incentrarsi la nuova strutturazione del divieto di *insider trading*”.

3. 4. Il caso *Dirks*: un'ipotesi discutibile di *Insider trading*

Il caso *Dirks*³³ si caratterizza per essere una vicenda in cui l'affermazione di responsabilità del soggetto coinvolto è alquanto discutibile.

Infatti, l'*insider* (*Secrist*) ha sì comunicato a terzi (*Dirks*) informazioni attinenti alla propria società, ma tale comportamento non poteva essere considerato come sfruttamento di una posizione informativa privilegiata, in quanto non diretto a trarne personale vantaggio.

All'*insider*, cioè, non sembra essere ascrivibile nessun comportamento degno di rilevanza penale. Di conseguenza, non si configurerebbe nemmeno l'ipotesi di trasmissione in via derivativa del disvalore penale da *insider a tippee*.

Ciò nonostante sia la *SEC* che la Corte d'appello arrivano a pronunciare due sentenze di condanna nei confronti dei soggetti coinvolti, basandosi sull'assunto secondo cui chiunque, disponendo di informazioni privilegiate, può dar luogo a fatti che integrino la fattispecie di *Insider trading*³⁴.

Nello specifico la Corte d'appello conferma la condanna della *SEC* sostenendo che la condotta del Signor *Secrist* ha dato luogo ad una violazione di un *fiduciary duty* e che questo implica l'estensione del dovere di astensione al Signor *Dirks* e ai suoi clienti.

In particolar modo, la Corte ribadisce il principio secondo cui il soggetto che ottiene un'informazione privilegiata da un *insider* societario è soggetto, quanto quest'ultimo, alla *disclose or abstain rule*. Pertanto, se tale soggetto a sua volta comunica le notizie

³³ Così SEMINARA S., op. ult. cit., 110 riassume la vicenda. “Il 6 marzo 1973 Raymond Dirks, analista finanziario specializzato nel settore assicurativo, ricevette da Ronald Secrist, ex dirigente della Equity Funding Corporation of America, l'incarico di indagare su sospette pratiche fraudolente nella gestione della società, che avevano determinato un'ingente sopravvalutazione del suo patrimonio. Dirks iniziò le indagini e [...] accertò la fondatezza dei sospetti di Secrist; tra il 21 e il 24 marzo egli cercò ripetutamente di convincere un capo-redattore del *Wall Street Journal* affinché pubblicasse un resoconto dei fatti scoperti ma questi, [...] respinse la richiesta esortando Dirks ad informare la SEC, ciò che l'analista fece effettivamente il 27 marzo. Prima [...], tuttavia, egli aveva comunicato i risultati delle indagini ad alcuni colleghi e azionisti dell'Equity Funding; l'immediata vendita di un notevole quantitativo di titoli, [...] aveva così determinato – prima che la SEC potesse intervenire – la caduta della quotazione [...]”

³⁴ Ribadisce che la ricostruzione effettuata dalla SEC si basa sul fatto che chiunque può “essere ritenuto responsabile d'*insider trading* purché in possesso d'informazioni non pubbliche presumibilmente di origine societaria comunque pervenute in suo possesso” ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti*, cit., 844.

ricevute a terzi, i quali le utilizzano per operare in borsa, viola un dovere che gli è stato trasmesso in via derivata³⁵.

La Corte d'appello motiva questa ricostruzione della responsabilità richiamando molti precedenti giurisprudenziali alla luce dei quali *Dirks*, in quanto *tipppee*, è da ritenersi colpevole perché avrebbe violato i doveri fiduciari trasmessigli dai suoi informatori.

Questa ricostruzione, però, appare debole. È difficile, infatti, qualificare *Dirks* un quasi - fiduciario.

È chiaro come questa statuizione sia in netto contrasto con quanto affermato dalla *Supreme Court* in ordine al caso *Chiarella*. Ciò che si cerca di mascherare in questa sentenza è proprio la teoria del *market egalitarianism* che, come sopra evidenziato, arriva a qualificare come *insider* chiunque disponga di informazioni riservate.

Ma il punto maggiormente degno di attenzione è la qualifica di *Dirks*. Egli è un analista finanziario che, proprio alla luce della sua attività lavorativa, ha realizzato un'indagine su determinate informazioni.

La Corte riconduce la sua responsabilità per *Insider trading* non ad un utilizzo personale di tali notizie, ma alla comunicazione a terzi di quanto da lui stesso elaborato³⁶.

Questa pronuncia assume, pertanto, le vesti di una condanna esemplare atta a fungere da monito all'agire degli analisti finanziari e diretta a sancire principi di correttezza operativa nel settore³⁷.

Ne deriva una forte limitazione all'operare degli analisti stessi, intimoriti dalla scure della responsabilità per *Insider trading*.

³⁵ Sul punto si veda SEMINARA S., *Insider trading*, cit., 110, il quale spiega come la Corte riaffermi il principio secondo cui “chi riceve da un *insider* societario conoscenze privilegiate soggiace alla *disclose or abstain rule* e viola un dovere trasmessogli in via derivativa dall'*insider* quando consapevolmente trasmette tali notizie a terzi che se ne avvalgono per operare in borsa.”

³⁶ È interessante richiamare quanto messo in evidenza da SEMINARA S., op. ult. cit., 111, ossia che il “dato più caratterizzante della sentenza in esame” è che *Dirks* “era un analista finanziario che aveva compiuto un'indagine professionale - peraltro comunicandone l'esito alla SEC e permettendo così la scoperta di una colossale frode che altrimenti sarebbe rimasta ignota - e che la sua responsabilità deriva “non da uno sfruttamento personale di informazioni riservate ma dalla comunicazione a terzi di quanto da lui accertato.”

³⁷ Così si esprime in senso critico SEMINARA S., op. ult. cit., 112. Secondo l'Autore è stata, infatti, individuata appositamente una “«*special relationship*» far gli analisti e la generalità degli investitori, con la conseguente equiparazione dei primi agli *insider* societari”.

Nel 1983 interviene la sentenza della Corte Suprema con la quale si ribalta l'esito dell'appello e si afferma l'assoluzione di *Dirks*.

Tale pronuncia interessa soprattutto perché in essa la Corte prova ad affinare i principi in precedenza elaborati nel caso *Chiarella*, i quali avevano presentato dei problemi pratici di applicabilità.

Viene affermato che il divieto di *Insider trading* per diventare operativo richiede due condizioni: l'esistenza di un rapporto che consenta l'accesso alle informazioni riservate e uno sfruttamento illecito delle stesse³⁸.

In questo modo sono delineati due primi requisiti, già noti all'interprete: l'esistenza del *fiduciary duty* e la violazione dello stesso.

Quid novi rispetto a tali elementi è la definizione che viene data della violazione del dovere fiduciario. Essa deve concretizzarsi, cioè, nella "realizzazione di un profitto personale, mediato o immediato, conseguente al compimento di operazioni borsistiche o alla cessione dell'informazione"³⁹.

Problema a ciò consequenziale, che emerge anche dalla motivazione della stessa sentenza della Corte Suprema, è dato dalla difficoltà di accertare a livello probatorio se il soggetto agente abbia tratto effettivamente un profitto dall'operazione⁴⁰.

Questo nuovo elemento caratterizzante la fattispecie di *Insider trading*, pur avendo confini poco definiti, è diretto a restringere l'ambito di applicabilità della *rule* 10b – 5. In tal modo, infatti, vengono espunti dall'area della rilevanza penale i soggetti che trasmettono le informazioni riservate alla luce delle loro funzioni senza alcuno scopo di lucro⁴¹.

3. 4. 1. La definizione della figura del *tippee*

Altro punto da analizzare alla luce della sentenza della *Supreme Court* sul caso *Dirks* è quello attinente alla posizione del *tippee*. Anche per questo aspetto viene

³⁸ Spiega quanto suddetto SEMINARA S., op. ult. cit., 113: "[...] l'operatività del divieto di *insider trading* è legata all'esistenza di un rapporto che consente l'accesso, diretto o indiretto, a notizie riservate ed è altresì condizionata all'illiceità insita nel loro sfruttamento."

³⁹ Così SEMINARA S., op. ult. cit., 113.

⁴⁰ Rileva tale questione anche SEMINARA S., op. ult. cit., 113: "Nella motivazione della sentenza si riconosce espressamente la difficoltà di accertare in fatto se l'*insider* abbia effettivamente ricavato un profitto, che viene definito come qualsiasi utilità di natura economica o anche solo morale."

⁴¹ Commenta in senso critico tale risultato SEMINARA S., op. ult. cit., 113. Secondo l'Autore "l'inserimento nella fattispecie di tale requisito prima assente mira a restringere l'ambito della punibilità, sottraendo alla *rule* 10b – 5 tutti coloro che [...] comunicano o ricevono informazioni riservate nell'espletamento delle proprie funzioni e in assenza di un preciso scopo lucrativo."

richiamato quanto in precedenza affermato col caso *Chiarella*. In tale pronuncia si dichiarava che in ipotesi ben determinate è possibile che il soggetto che riceve le informazioni da un *insider* subentri allo stesso anche nei suoi doveri. Si tratta dei casi in cui il *tippee*, consapevole del carattere riservato delle notizie trasmessegli, agisce in accordo con il *tipper*. In tali casi il *tippee* assume la qualifica di *participant after the fact*⁴².

Nel caso *Dirks* la Corte affina questo principio, sostenendo che il *tippee* non è vincolato da alcun dovere di riservatezza e che la sua punibilità è subordinata alla sussistenza di alcuni requisiti. Innanzitutto, è necessario che la precedente condotta dell'*insider* sia connotata da illiceità. Inoltre, è richiesta la consapevolezza che l'informazione di cui dispone è riservata e che l'*insider* ha violato un dovere fiduciario. Solo al ricorrere di tali presupposti il *tippee* è assoggettato in via derivativa alla *disclose or abstain rule* che, se trasgredita, lo rende qualificabile come complice *after the fact*.

Questa pronuncia ha dei risvolti pratici estremamente importanti. Infatti, se il comportamento dell'*insider* non è lesivo del dovere fiduciario, o comunque, non è diretto ad ottenere un profitto personale, il *tippee* non potrà essere ritenuto penalmente responsabile⁴³.

Questo vuol dire che se la notizia non è accompagnata da un comportamento illecito all'origine (cioè dell'*insider*) il suo utilizzo diventa lecito per il *tippee*. In tal modo viene evidentemente ristretto l'ambito di operatività della fattispecie in esame, posto che la punibilità riguarda solo soggetti *inside* o, in ogni caso, richiede sempre un loro comportamento penalmente scorretto alla base.

⁴² Chiarisce il concetto di cui sopra ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, cit., 845: “[...] in talune ipotesi, colui che riceve informazioni da un *insider* può subentrargli nei medesimi doveri, ma” si tratta di “situazioni ben definite in cui il *tippee* cosciente del carattere riservato delle notizie,” collude “con il *tipper* assumendo la qualifica di *participant after the fact*”. Sempre in relazione alla punibilità del *tippee* si veda SEMINARA S., *Insider trading*, cit., 114, secondo cui la punibilità di tale soggetto è “subordinata da un lato alla precedente condotta illecita dell'*insider*, completa di tutti i suoi elementi (violazione del dovere fiduciario e realizzazione del profitto), dall'altro lato alla consapevolezza (effettiva o presunta) del carattere riservato dell'informazione e della relativa violazione del dovere fiduciario da parte dell'*insider*. Solo ricorrendo entrambi i presupposti, il *tippee* soggiace in via derivativa alla *disclose or abstain rule* e, trasgredendola, acquista la qualifica di complice *after the fact* [...]”.

⁴³ Sul punto si veda ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, cit., 846: “[...] In situazioni concernenti ordinari dialoghi della vita di relazione l'*insider* non infrange il suo rapporto fiduciario con gli azionisti sicchè il ricevente l'informazione non potrà essere punito in caso di successivo utilizzo dell'informazione.”

4. *TEMPORARY INSIDER THEORY* E *MISAPPROPRIATION THEORY*

Le conclusioni alle quali è giunta la giurisprudenza della Corte Suprema nei due suddetti casi *Chiarella* e *Dirks* non sono sembrate esaustive alle Corti di merito. Si sentiva la necessità di arrivare a definire un nuovo assetto, che non fosse né indiscriminatamente repressivo, come quello iniziale basato sui principi di *Common law* e sulle *special circumstances*, né eccessivamente garantista, come quello da ultimo elaborato dalla Corte Suprema nel caso *Dirks*.

Bisognava costruire un modello tale per cui si potessero colpire i comportamenti di tutti quei soggetti che entrano in relazione con una società per un limitato arco di tempo, senza essere legati ad essa da un dovere verso gli azionisti o da una relazione di *trust and confidence*⁴⁴.

È sulla base di questi rilievi critici che sono state sviluppate due teorie, già tracciate in via embrionale dalla *Supreme Court* nel caso *Dirks*. Si fa riferimento alla *Temporary insider theory* e alla *Misappropriation theory*, nate entrambe come semplici varianti del concetto di *fiduciary duty*, ma profondamente diverse fra loro.

4. 1. *Temporary insider theory*: una terza categoria soggettiva

Va subito detto che la teoria del *temporary insider* non costituisce una vera e propria novità. La prima elaborazione di questa concezione, invero, si trova già nella *footnote* n. 14 della sentenza sul caso *Dirks*⁴⁵.

⁴⁴ Acute nel rilevare la questione le parole di ZANNINO S. D., op. ult. cit., 847: “La evidente preoccupazione era quella di aver ritagliato una coperta troppo corta alla regolamentazione del fenomeno”. Ancora, l’Autore mette in evidenza l’esigenza di reprimere “gli abusi di quella nutrita schiera di soggetti che lavorano al margine della società o entrano occasionalmente in contatto con essa (*in primis*, consulenti societari, avvocati, società di certificazione dei bilanci) i quali in quanto non propriamente *insider* societari, non detenevano alcun dovere verso gli azionisti” e gli abusi di “coloro i quali anch’essi perfetti «estranei» verso gli azionisti della società, avevano abusato della loro relazione di «*trust and confidence*» che li legava alle fonti dell’informazione «appropriandosi indebitamente» dell’informazione”.

⁴⁵ Un estratto della sentenza è così tradotto da SEMINARA S., *Insider trading*, cit., 123: “In talune circostanze, ad esempio quando un’informazione relativa alla società è rivelata legittimamente ad un *underwriter*, ad un esperto di bilanci, ad un legale o ad un altro consulente che lavora per la società, questi *outsiders* possono divenire fiduciari degli azionisti. Il criterio per riconoscere questo dovere fiduciario non è legato semplicemente all’acquisizione di informazioni societarie riservate ma ad uno speciale rapporto di confidenza nella gestione degli affari della società e all’accesso alle conoscenze esclusivamente nell’interesse della società [...]. Quando una tale persona viola il suo rapporto fiduciario, può essere più propriamente trattata come un *tipper* che come un *tippee* [...]. Affinchè questo dovere sia imposto, tuttavia, è necessario che la società conti sul fatto che l’*outsider* mantenga il riserbo sulle conoscenze di carattere non pubblico comunicategli e che il rapporto implichi almeno questo obbligo.” Si segnala, inoltre, che ancor prima che nel caso *Dirks*, i primi passi di questa

In tale occasione la Corte delinea un'ipotesi particolare: ipotizza, cioè, che un soggetto estraneo alla società venga legittimamente a conoscenza di informazioni riservate (ad es. per ragioni lavorative). In questo caso, secondo la ricostruzione fatta dalla Corte, in capo a tale soggetto viene riconosciuto quel *fiduciary duty* che, come abbiamo visto in precedenza, caratterizza il rapporto *insider*-azionisti e, in via derivativa, *tippee*-azionisti.

Affinché ciò avvenga è altresì necessario che la società abbia effettivamente fatto affidamento sul riserbo del soggetto *outsider* col quale è entrata in contatto.

In questo modo la Corte crea una terza categoria di soggetti attivi per la fattispecie di *Insider trading*. Accanto ad *insiders* veri e propri e a *tippees*, si collocano quei soggetti che possono diventare *insiders* solo se entrano in contatto con un'emittente per determinate ragioni (generalmente lavorative) e sono considerati tali esclusivamente per il periodo di tempo durante il quale collaborano con la società e limitatamente alle informazioni che sono state loro comunicate⁴⁶.

Sono *insiders* solo in relazione a quelle notizie e il loro comportamento sarà eventualmente punibile solo in relazione allo sfruttamento di quelle determinate informazioni.

Pertanto, qualora le informazioni venissero divulgate dalla società o fossero comunque rese note, il dovere fiduciario di tali soggetti "temporaneamente *insiders*" verrebbe automaticamente meno e con esso anche la possibilità che sia loro ascrivibile un comportamento penalmente sanzionabile.

Pur essendo condivisibile la soluzione alla quale è giunta la Corte Suprema⁴⁷, tale teoria sembra porre un problema di compatibilità effettiva fra questa nuova fonte di responsabilità soggettiva e il concetto di *fiduciary duty*.

concezione sono stati mossi dalla giurisprudenza nel caso *Cady, Roberts & Co.*. Per un ulteriore riferimento pratico in cui tale teoria è stata applicata cfr. SEMINARA S., op. ult. cit., 124 (caso *Lund*).

⁴⁶ Particolarmente chiare sono le parole di SEMINARA S., op. ult. cit., 124. L'Autore così si esprime in merito ai *temporary insiders*: "[...] accanto agli *insiders* – legati da un vincolo fiduciario alla società – e ai *tippees* – la cui responsabilità è derivata da quella degli *insiders* per il concorso *after the fact* prestato nella violazione dei doveri fiduciari – si collocano determinati soggetti che divengono temporaneamente *insiders* attraverso le informazioni loro comunicate per ragioni d'ufficio e nell'interesse della società, così acquistando doveri fiduciari autonomi nei confronti della società stessa".

⁴⁷ Si ritiene corretto il concetto alla base della decisione della Corte Suprema, ossia che un soggetto, il quale per ragioni professionali o simili ha avuto la disponibilità di informazioni riservate, debba rispettare un dovere di riservatezza. In tal senso si esprime anche SEMINARA S., op. ult. cit., 124, secondo cui è condivisibile che "coloro che prestano un'attività professionale in favore della società" siano "assimilabili agli *insiders* nella determinazione dei loro doveri di riservatezza".

Nel caso del *temporary insider* mancano, infatti, i requisiti tipicamente richiesti dal *fiduciary duty*⁴⁸. Potrebbe verificarsi che la trasmissione della notizia prescindendo da un dovere fiduciario o che il comportamento del soggetto in questione non provochi un danno alla società dalla quale provengono le informazioni.

Sembra, però, che quella del *temporary insider* sia un'ipotesi connotata maggiormente da profili di scorrettezza contrattuale che da risvolti penali⁴⁹.

L'agire di tali soggetti, qualora causasse un danno alla società, potrebbe facilmente trovare sanzione civile in via risarcitoria.

Per tale motivo, la teoria *de qua* è stata ritenuta un'elaborazione connotata da profili eccessivamente repressivi.

A questo si aggiunga che già nella stessa sentenza della Corte Suprema veniva fatto riferimento a “«fiducia e confidenza» che la società deve riporre nel soggetto destinatario delle informazioni”⁵⁰. Sembra, quindi, essere richiamato quel concetto di affidamento ben noto ai civilisti italiani. Affidamento che, se non ingiustificatamente riposto, una volta leso dà luogo a risarcimento del danno.

4. 2. *Misappropriation theory* e modalità di appropriazione dell'informazione

La *Misappropriation theory*⁵¹ trova le sue prime formulazioni nella *dissenting opinion* espressa dal *Chief Justice Burger*⁵² nel caso *Chiarella* e nel caso *Dirks*.

⁴⁸ Come chiaramente espresso da SEMINARA S., op. ult. cit., 125, non sussiste “una coincidenza assoluta fra lo sfruttamento della conoscenza, la lesione del rapporto fiduciario e l'offesa per la società”.

⁴⁹ Ancora sul punto, SEMINARA S., op. ult. cit., 126. L'Autore riassume in termini molto chiari la questione, spiegando che la “concezione del *temporary insider* si colloca in una prospettiva del tutto autonoma, in cui la circostanza di aver avuto accesso a specifiche informazioni solo nell'interesse della società colora il successivo sfruttamento da parte dell'agente essenzialmente in termini di slealtà e abuso [...]”.

⁵⁰ Così ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, cit., 849.

⁵¹ Per un breve approfondimento in merito alla *Misappropriation theory*, senza pretese di completezza, cfr. CHISM R. N., *Private rights of action under the misappropriation theory: the Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988*, 21 Mem. St. U. L. Rev. 333, 1991, 346; GALLI S., *Insider trading: l'accoglimento da parte della Supreme Court federale statunitense della misappropriation theory. Alcune conseguenti riflessioni sulla condotta di trading vietata nel cosiddetto Testo Unico Draghi*, in *Giur. comm.*, 1998, 712.

⁵² In merito alla *dissenting opinion* di cui *supra* si richiama quanto scritto da ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, cit., 851: “[...] si rilevava che poiché *Chiarella* si appropriò indebitamente delle informazioni ricevute dalla società sua datrice di lavoro dalla società che lanciava l'offerta, e poiché tanto la tipografia quanto lo stesso *Chiarella* avevano un dovere di riservatezza scaturente il primo dal suo rapporto di lavoro la seconda dall'incarico ricevuto, vi erano nel comportamento dell'imputato che utilizzava a suo personale vantaggio le informazioni, gli estremi per un'applicazione della rule 10b – 5.”

Si tratta di una teoria incentrata sulle modalità di ottenimento dell'informazione e che ha trovato ampio consenso nella giurisprudenza, in quanto consente di reprimere operazioni anomale che, in precedenza, non potevano essere sanzionate in quanto non rientranti nelle ipotesi di *Insider trading e tipping*.

La prima pronuncia in cui viene enunciata chiaramente la teoria in esame è quella sul caso *Newman*⁵³. Con tale teoria si rendono sanzionabili quei comportamenti che si basano sulla scorrettezza delle modalità di apprendimento delle informazioni, ampliando così lo spettro d'azione della *rule 10b – 5*⁵⁴.

È evidente, però, come questa teoria si allontani da quelle che sono le strutture portanti del reato di *Insider trading*.

Finora, infatti, abbiamo parlato di condotte scorrette in relazione ad operazioni borsistiche che danno luogo ad asimmetrie informative ingiustificate e pregiudicano il *fiduciary duty* sussistente fra l'*insider* e gli azionisti.

Questa teoria, invece, sposta la punibilità, anticipandone i confini e riferendola alle modalità con le quali un soggetto entra in possesso dell'informazione⁵⁵.

Il dato più rilevante è che secondo i dettami di questa teoria il soggetto leso non è più identificato negli azionisti, bensì nel detentore del segreto violato⁵⁶.

⁵³ Per una descrizione sintetica dei fatti cfr. SEMINARA S., *Insider trading*, cit., 116 ss.. L'Autore evidenzia anche come alla luce di tale teoria il *tipper* "ha l'obbligo di non trarre profitto dalle informazioni acquisite mediante il datore di lavoro e a lui cedute dai clienti: il dovere fiduciario [...] ora è così spostato sulla relazione che vincola l'*insider* alla sua fonte di informazione e la responsabilità per *insider trading* si incentra sulle illegali modalità di apprendimento delle conoscenze riservate". Cfr. anche ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, cit., 851 secondo cui il caso *Newman* "può considerarsi il capostipite di" una serie "di decisioni che spostando l'attenzione sulla relazione che lega l'*insider* alla sua fonte d'informazione eleva le sole modalità di apprendimento a *discrimen* tra fattispecie buone e fattispecie cattive."

⁵⁴ Sul punto di veda SEMINARA S., *Insider trading*, cit., 118, il quale spiega che sia nel caso *Newman*, sia in un caso analogo (*SEC v. Musella*), si sottolinea l'esistenza di un dovere "derivante dalla *Common law* e fondato sull'obbligo di riservatezza nei confronti del datore di lavoro" e si afferma che "è fondamentalmente disonesto il commercio fondato su informazioni ottenute scorrettamente".

⁵⁵ Di tale avviso è anche ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, cit., 850. L'Autore mette in evidenza come "si colpisce non già una «infedeltà» verso la controparte dell'operazione, come nelle fattispecie di frode, bensì una «infedeltà» che sta a monte, perpetrata ai danni del possessore dell'informazione".

⁵⁶ Si sofferma sul punto SEMINARA S., *Insider trading*, cit., 119. L'Autore scrive che lo "sfruttamento in borsa di informazioni confidenziali acquista rilevanza in funzione del pregiudizio nei confronti del titolare del segreto; per contro, la *rule 10b – 5* punisce le condotte «connesse all'acquisto o alla vendita di un titolo» e produttive di un danno per la controparte della transazione, che solitamente non si identifica con il titolare del diritto alla riservatezza violato dall'agente".

È questo, infatti, l'unico modo possibile per riuscire a configurare un dovere fiduciario o di riservatezza che, una volta violato, dia luogo a una condotta punibile a titolo di *Insider trading*.

È evidente, quindi, come con la teoria della *Misappropriation* si cambi prospettiva⁵⁷: non si focalizza più l'attenzione sul rapporto transattivo, ma sulla lesione della fiducia del titolare del segreto⁵⁸.

Si arriva, così, a concepire un'ipotesi di *Insider trading* in cui il bene tutelato è appunto la riservatezza e in cui "l'illiceità dovrebbe quindi essere subordinata almeno all'esistenza di un nocumento nei confronti del titolare del segreto"⁵⁹.

A questo si aggiunga che il concetto stesso di appropriazione indebita dell'informazione risulta difficile da definire: a seconda dell'impostazione che si sceglie di seguire cambiano i requisiti richiesti. Se lo si ritiene derivato dalla lesione di un dovere fiduciario, è sufficiente il mero impossessamento delle informazioni riservate; altrimenti, è necessario che la condotta sia accompagnata da modalità fraudolente quali artifici e raggiri.

La *Misappropriation theory* si manifesta, quindi, come debole e discutibilmente affiancabile alla fattispecie di *Insider trading*. Nonostante ciò, la teoria in esame ha trovato larga applicazione presso le Corti americane, fino ad un *revirement* giurisprudenziale sul punto al quale si assisterà a partire dal 1995⁶⁰.

⁵⁷ Per alcuni esempi sul punto, cfr. ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti*, cit., 851 ss.. L'Autore, inoltre, spiega che le "supposte vittime nei casi decisi in base alla *misappropriation theory* [...] non compiono transazioni di segno opposto agli *insider* sul mercato mobiliare."

⁵⁸ SEMINARA S., *Insider trading*, cit., 120 evidenzia la "disgiunzione tra il soggetto passivo della condotta e colui rispetto al quale si realizza il danno che la norma mira a prevenire". Questa problematica emerge ancora più chiaramente se si considerano le parole utilizzate per delineare questa teoria nella pronuncia sul caso *SEC v. Tomè (SEC v. Tomè, Leati & others*, 638 F. Supp. 596, 1986), così riportata dall'Autore: "Il presupposto della responsabilità, ai sensi della teoria dell'appropriazione indebita, è l'uso illecito di informazioni non pubbliche in violazione di un dovere fiduciario o similare di fedeltà e riservatezza rispetto a qualche persona od ente, sebbene non sia necessario che quella persona od ente sia acquirente o venditore di titoli".

⁵⁹ Così SEMINARA S., op. ult. cit., 120.

⁶⁰ Si fa riferimento ai fatti oggetto delle sentenze *Bryan (United States v. Bryan*, CA 4, N. 94-5124, 6/27/95) e *ReBrok (United States v. ReBrok*, CA 4, N. 94-5125, 6/30/95). Conferma quanto suddetto ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, cit., 857. "Nonostante gli interrogativi suesposti la teoria della *misappropriation* ha avuto sino alle coraggiose sentenze *Bryan* e *ReBrook* del 1995, che ne hanno messo in discussione l'utilizzabilità [...], un uso diffuso presso le corti di merito americane."

4. 2. 1. Il caso *Winans*

Il caso *Winans*⁶¹ assume rilevanza perché in esso sono emerse tutte le difficoltà e le incertezze inerenti alla disciplina in materia di *Insider trading*. Si tratta, inoltre, del primo caso in cui i giudici di ultima istanza analizzano la teoria della *Misappropriation*.

Gli imputati (*Winans* e i suoi “soci”) sono stati condannati, sia in primo grado che in appello, in relazione alla *conspiracy* posta in essere in violazione della *sec. 10 B* e della *rule 10b – 5*.

In particolare, *Winans* è stato ritenuto colpevole sulla base dell’appropriazione indebita delle informazioni da egli stesso utilizzate, in quanto ritenute di proprietà del *Wall Street Journal*. Il loro utilizzo da parte di *Winans*, al di fuori degli scopi propri del giornale, in relazione al compimento di operazioni mobiliari integra il concetto di frode.

Il giudice del Tribunale Distrettuale di *New York*, considerato quanto affermato nel caso *Dirks*, ha ritenuto si trattasse di due fattispecie differenti. Mentre per *Dirks* le informazioni erano state legittimamente acquisite, nel caso in oggetto si poneva un problema di appropriazione indebita delle informazioni stesse dal parte del Signor *Winans*.

Inoltre, la Corte ha utilizzato la *Misappropriation theory* per meglio affermare la punibilità del Signor *Winans*. Ha statuito, infatti, che con tale teoria non si vuole affermare che sussiste sempre una violazione della *rule 10b – 5* ove un soggetto

⁶¹ Per un breve riferimento ai fatti si veda TISEO A., *Il reato di insider trading – Evoluzione normativa*, cit., 95. “Un giornalista del *Wall Street Journal*, *Foster Winans*, redattore di una rubrica finanziaria quotidiana molto letta ed apprezzata [...], sulle voci e sui pettegolezzi del mercato, nei propri articoli analizzava in modo critico i titoli di diverse società e dava la propria opinione sulla convenienza ad investire su di essi. In genere, questi articoli erano basati su dei colloqui con dei dirigenti di società ma non contenevano informazioni interne che le società volessero mantenere riservate. In ragione della loro qualità e onestà riconosciuta, le cronache di *Winans* avevano un impatto innegabile sul mercato, assai difficile da quantificare caso per caso. La politica ufficiale del giornale, che i collaboratori conoscevano perfettamente, era di vietare ogni divulgazione anticipata del contenuto degli articoli, considerati come di proprietà della *Dow Jones*, la società proprietaria del quotidiano. A dispetto di questa regola, *Winans* si accordò nell’ottobre del 1983, con un agente di cambio della società *Kidder Peabody – Peter Brant* – per informarlo in anticipo della data della pubblicazione e del contenuto dei suoi articoli, affinché egli comprasse o vendesse i titoli analizzati sulla base delle informazioni in essi appunto contenuti.” Successivamente si aggiunsero a tale accordo anche altre tre persone. “I soci avrebbero diviso i profitti e profitti, in effetti, ce ne furono [...]. Ma la correlazione fra le operazioni sui conti dei “soci” e la rubrica di *Winans* venne alla luce nei controlli interni della *Kidder Peabody*, che informò la SEC, la quale a sua volta, dopo aver ottenuto la confessione dei quattro soci, li denunciò alla autorità giudiziaria.”

disponga di informazioni privilegiate. Il problema fondamentale attiene al modo in cui il soggetto agente è entrato in possesso delle informazioni.

Sulla base di tali ragionamenti la condotta di *Winans* è stata ritenuta punibile: egli era consapevole di non poter rivelare le informazioni prima della pubblicazione del giornale.

Nello stesso senso si è pronunciata la Corte d'appello del *Second Circuit*⁶², la quale ha sottolineato che l'appropriazione e l'utilizzo degli articoli è cosa sufficiente per giustificare la punibilità ai sensi della *rule* 10b – 5. Questo anche se la vittima della frode non è parte della transazione. Si tratta di una specificazione necessaria poiché nel caso in esame il danno è stato subito dal *Wall Street Journal*, il quale non è né compratore né venditore dei titoli negoziati.

La sentenza della Corte Suprema rappresenta un caso peculiare: conferma la pronuncia di secondo grado, pur essendo la Corte stessa divisa in modo speculare sul punto⁶³. È, forse, anche a causa di tale divergenza di opinioni in sede decisionale che la Corte non prende posizione in modo rilevante e innovativo sulla *Misappropriation theory*, come, invece, si auspicava.

5. L'INSIDER TRADING SANCTION ACT

Prima di proseguire con l'analisi delle pronunce giurisprudenziali che si sono susseguite in tema di *Insider trading* è necessario soffermarsi brevemente sul c.d. *Insider Trading Sanction Act*.

Nel 1984 il legislatore statunitense ha sentito l'esigenza di intervenire in materia, contribuendo all'evoluzione della normativa con una legge di stampo chiaramente repressivo. Il succitato *Act* si caratterizza, infatti, per essere un provvedimento diretto

⁶² In merito cfr. TISEO A., op. ult. cit., 97. La Corte d'appello, “nella sostanza, confermò le argomentazioni di quella di primo grado, estendendo la portata della sentenza *Newmann*: premesso che il contenuto degli articoli costituiva un elemento del patrimonio esclusivo del *Wall Street Journal*, di cui *Winans* e gli altri si erano fraudolentemente impossessati, la Corte affermò che l'appropriazione e l'uso degli articoli era sufficiente a giustificare l'applicazione della *rule* 10b – 5, benchè la vittima della frode non fosse né il compratore né il venditore dei titoli negoziati.”

⁶³ Si tratta di un'ipotesi di *split decision*. In merito a tale pronuncia si riportano le parole di TISEO A., op. ult. cit., 99: “L'opinione della Corte Suprema è frutto [...] del curioso meccanismo processuale: si trovò costituita da 8 giudici al momento della votazione, dato che uno dei suoi membri era gravemente ammalato, e dovette, secondo le regole, lasciare intatta la sentenza della Corte d'appello senza poter dare considerazioni sul merito. Secondo le parole della Corte: «la Corte è divisa in maniera uguale rispetto alle soluzioni sulla base della normativa in materia di valori mobiliari, e per tale ragione essa conferma il giudizio di secondo grado formato su tali disposizioni». Particolarmente interessante è quanto affermato dal *New York Times* che parlò “[...] di sentenza «inconclusive»”.

ad incidere sull'aspetto sanzionatorio: vengono previsti inasprimenti sanzionatori e sanzioni additive⁶⁴.

Il legislatore del 1984, quindi, non si è concentrato sull'opera definitiva della fattispecie (all'epoca evidentemente necessaria).

Unico merito da riconoscere a questo intervento legislativo è quello di aver appianato una questione da molto dibattuta: la sussistenza o meno di una presunzione di utilizzazione dell'informazione privilegiata in capo a chi la possiede.

Nel citato *Act* viene sancita la punibilità del soggetto che, in possesso di un'informazione privilegiata, ponga in essere delle negoziazioni, stabilendo la sussistenza della predetta presunzione.

Essa, però, ha natura di presunzione relativa, essendo ammessa la prova contraria attinente alla mancata utilizzazione dell'informazione stessa.

6. L'INSIDER TRADING AND SECURITIES FRAUD ENFORCEMENT ACT DOPO GLI SCANDALI DI WALL STREET

Come noto, la Borsa newyorkese sul finire degli anni '80 è stata colpita da una nuova ondata di scandali finanziari che hanno coinvolto molte società quotate⁶⁵.

Questi avvenimenti portarono ad un nuovo intervento del legislatore statunitense, il quale nel 1988 emanò l'*Insider Trading Securities and Fraud Enforcement Act*.

Ancora una volta si ha a che fare con un intervento diretto ad inasprire le misure repressive previste in materia di *Insider trading*.

La *ratio legis*, infatti, era quella di creare un valido deterrente per le condotte che negli anni precedenti avevano imperversato sul mercato finanziario. Gli scandali finanziari avevano fatto perdere di credibilità il mercato e si poneva la necessità di ristabilizzarne l'andamento.

⁶⁴ Fornisce un chiaro, seppur sintetico, quadro d'insieme TISEO A., op. ult. cit., 93. L'Autore spiega che con "riferimento al regime sanzionatorio, infatti, la legge pose a carico degli insiders una sanzione pecuniaria civile fino a tre volte l'ammontare del profitto ottenuto o della perdita evitata, aumentando la pena pecuniaria penale (multa) massima da diecimila a centomila dollari e fino al doppio del beneficio ottenuto o della perdita evitata, ferma restando la pena della reclusione fino a cinque anni, l'ingiunzione delle Corti a non compiere nuove violazioni e la condanna alla restituzione dei profitti illeciti."

⁶⁵ I casi *Levine* e *Boesky* sono forse i due più clamorosi. Per una descrizione dei fatti cfr. TISEO A., op. ult. cit., 100 ss.. Per un approfondimento, cfr. DONNELLY J., *The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988 and controlling person liability: can firms outside the security industry risk not to adopt insider trading safeguards?*, in *University of Detroit law review*, vol. 67, I. 2, 1990; FRIEDMAN H. M., *The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988*, 68 N. Car. L. Rev. 465, 1990, 477.

La scelta fu, quindi, quella di intervenire sul trattamento sanzionatorio, inasprendolo, senza andare a sanare la lacuna definitoria caratterizzante la materia.

Le sanzioni penali sono state elevate per la multa a un milione di dollari e per la reclusione a 10 anni di carcere.

Sono state, poi, introdotte due ipotesi con esplicita finalità deterrente. Sono state previste severe sanzioni civili per il c.d. *controlling person*, ossia il soggetto sul quale grava un dovere di controllo ed è stato colpevole di omesso controllo nei confronti di soggetti subordinati che hanno posto in essere atti di *Insider trading*.

È prevista, poi, la possibilità per i *contemporaneous traders* di perseguire l'*insider* per danni.

È stata, in fine, introdotta una misura che l'esperienza ha dimostrato essere molto utile. Si tratta della possibilità per la SEC di accordare, con decisione inappellabile, una ricompensa agli *honorable correspondants*, ossia i soggetti che hanno reso possibile la scoperta degli illeciti⁶⁶.

7. LA MISAPPROPRIATION THEORY DOPO IL CASO CHESTMANN

Nella sentenza *United States v. Chestman*⁶⁷ del 1991 è stata data applicazione alla *rule 10b – 5* alla luce della teoria della *Misappropriation*. È importante, quindi, soffermarsi su questa pronuncia della Corte d'appello (che, per altro, ha riformato la sentenza di condanna di primo grado) proprio perché si arriva alla contemporanea applicazione delle teorie del *fiduciary duty* e della *Misappropriation*.

La *Misappropriation theory* viene ricostruita come ipotesi applicativa del *fiduciary duty* alle relazioni in cui le informazioni non pubbliche vengono divulgate per ragioni diverse dal trarne profitto⁶⁸. Si fa riferimento, cioè, ai casi in cui il trasferimento delle informazioni non rientra nella responsabilità del *tippee*.

⁶⁶ Sul punto di veda TISEO A., *Il reato di insider trading – Evoluzione normativa*, cit., 114: “La Legge permette alla SEC di accordare, con una decisione non appellabile, una ricompensa “congrua” fino al 10% della sanzione applicata (dai giudici) all'insider a colui o coloro le cui informazioni siano state utili al successo dell'azione, eccezion fatta per i membri delle autorità di vigilanza e controllo e delle organizzazioni professionali. L'efficacia di tale misura è stata dimostrata dall'esperienza dell'autorità fiscale americana (IRS).”

⁶⁷ *United States v. Chestman*, 947 F. 2d., (2d Cir. 1991). Per una breve descrizione dei fatti, cfr. ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, cit., 857.

⁶⁸ Riporta parte del testo della pronuncia TISEO A., *Il reato di insider trading – Evoluzione normativa*, cit., 114, come di seguito. La Corte ha stabilito che può essere affermata la responsabilità in base alla *misappropriation theory* solo nel caso di frodi commesse “when [a person] misappropriates material nonpublic

In questa sentenza la Corte è arrivata a mescolare le due suddette teorie e ad affermare la necessità che sussista una «relazione di fiducia» tra fonte dell'informazione e percettore della stessa, sottolineando come un dovere di fiducia non può sorgere in via unilaterale⁶⁹.

La semplice confidenza ad altri di un'informazione, cioè, non sarebbe sufficiente a far sorgere un dovere in capo a chi la riceve; questo perché si ritiene che la mera ricezione dell'informazione non possa cambiare la relazione che intercorre fra i due soggetti⁷⁰. Se la relazione fiduciaria non era già presente, non necessariamente viene creata con la mera trasmissione della notizia.

Anche se la *Misappropriation theory* esclude la necessità di un rapporto fiduciario, questo non significa che commerciare sulla base di informazioni non pubbliche costituisca una violazione della *rule* 10b – 5.

Ancora, la Corte si sofferma sull'analisi del legame di parentela, oggetto specifico del caso *de quo*, affermando che tale legame non è sufficiente di per sé a far sorgere un dovere di lealtà⁷¹. Viene effettuata una ricostruzione da molti criticata, in

information in breach of a fiduciary duty or similar relationship of trust and confidence and uses that information in a securities transaction.”

⁶⁹ Conferma quanto suddetto ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, cit., 858, secondo cui è “necessaria una «relazione di fiducia» tra fonte dell'informazione e percettore della stessa. Al fine di far sorgere il necessario presupposto di una tale relazione fiduciaria non è poi sufficiente l'affidare ad un terzo un'informazione confidenziale se questo non abbia «*expressly and explicitly agreed to keep the information confidential*»”.

⁷⁰ Dà conto delle basi sulle quali si è sviluppata la sentenza della Corte TISEO A., *Il reato di insider trading – Evoluzione normativa*, cit., 116, che così scrive: “La Corte, a proposito dell'affermazione per cui un dovere di fiducia non possa essere imposto unilateralmente, richiamò il precedente contenuto nella sentenza *Walton v. Morgan Stanley & Co. incorporated*. In quel caso, *Morgan Stanley* aveva ottenuto delle informazioni non pubbliche dall'Olinkraft mentre indagava su possibili rivelazioni d'aziende per uno dei suoi clienti. Dopo che il cliente ebbe abbandonato i propri tentativi di rivelazione, *Morgan Stanley* fu accusato di aver negoziato titoli dell'Olinkraft sulla base delle informazioni divulgate durante le trattative per la rivelazione. Poiché non c'erano relazioni di fiducia preesistenti, la Corte affermò che la mera ricezione di informazioni non cambia la relazione tra *Morgan Stanley* e l'Olinkraft, affermando che tra le parti c'era una relazione “*less than similar*.” Ancora sul punto, cfr. ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, cit., 858. L'Autore spiega come questa sentenza “escludendo la responsabilità come *tippee* [...] in base alla *misappropriation theory*, per coloro che abbiano ricevuto e utilizzato a proprio vantaggio informazioni *price sensitive e unpublished*, senza essere tuttavia avvinati alla fonte dell'informazione da alcun rapporto fiduciario o da altra relazione di simile carattere, contribuisce a meglio definire i mobili confini della fattispecie, *rectius* della area di punibilità nell'ordinamento americano, del reato di *insider trading*.”

⁷¹ Così riporta parte della sentenza TISEO A., *Il reato di insider trading – Evoluzione normativa*, cit., 116: “*at the heart of the fiduciary relationship lies reliance, and the facto control and dominance.*”

quanto contrastante con un precedente giurisprudenziale⁷² ed elaborata facendo ricorso alla tecnica argomentativa del *distinguishing*.

La differenza, che ha consentito alla Corte di non seguire il precedente giurisprudenziale, consisteva nel fatto che nel vecchio caso fra padre e figlio vi era un costante scambio di informazioni aziendali, mentre nel caso ora in esame *Loeb* e la moglie non condividevano abitualmente informazioni attinenti agli affari della società.

In questo modo la Corte ha ricondotto la configurabilità o meno del reato di *Insider trading* alla frequenza con la quale i soggetti legati da vincolo di parentela si scambiano le informazioni societarie. Pertanto, nel caso *Chestmann*, essendovi stata una comunicazione sporadica, veniva a mancare la presunzione di sussistenza di un rapporto assimilabile ad una relazione fiduciaria e, di conseguenza, la punibilità⁷³.

Il caso *United States v. Chestmann* segna, quindi, un importante precedente, seppur criticato⁷⁴. La Corte d'appello del Quarto Circuito afferma chiaramente che è da ritenersi non applicabile ai casi di *Insider trading ex rule 10b – 5* la *Misappropriation theory*. La giurisprudenza, infatti, ricorda un principio fondamentale e sulla base di questo dichiara che, per quanto i comportamenti evidenziati da tale teoria siano eticamente scorretti, questo non giustifica una loro repressione a livello penalistico.

È, quindi, in forza della scissione fra etica e diritto penale che viene negata l'operatività della *Misappropriation theory* in relazione all'illecito di *Insider trading*.

⁷² Il precedente al quale si fa riferimento è il caso *United States vs Reed*. In merito si veda TISEO A., op. ult. cit., 117. L'Autore spiega come “[...] in quel caso la Corte distrettuale aveva condannato un figlio che si era basato su una informazione comunicatagli da suo padre, un dirigente dell’Amax, nell’acquisto delle opzioni della stessa” e riporta così parte della sentenza: “la ripetuta rivelazione di segreti aziendali tra i membri della famiglia può sostituire la dimostrazione dell’esistenza di una dipendenza ed influenza (dell’uno nei confronti dell’altro), e quindi può consistere in una prova dell’esistenza di un rapporto equivalente ad una relazione di fiducia.”

⁷³ Sul punto si esprime in senso critico TISEO A., op. ult. cit., 117, così scrivendo: “Sembra, tuttavia, palesemente ingiusto che l’esistenza di un reato dipenda dal fatto che delle informazioni riservate siano comunicate per la prima volta o per la decima, senza, invece, aver alcun riguardo all’eventualità che colei che le ha rivelate abbia raccomandato al marito di non agire sulla base di esse.”

⁷⁴ Sarà nelle pronunce *Bryan (United States v. Bryan, CA 4, N. 94-5124, 6/27/95)* e *ReBrok (United States v. ReBrok, CA 4, N. 94-5125, 6/30/95)* che si raccoglieranno le perplessità sviluppatesi in relazione alla teoria della *Misappropriation*. Parte del testo della sentenza *United States v. Bryan* è così riportato da ZANNINO S. D., *L’insider trading negli Stati Uniti d’America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, cit., 859: “[...] Indeed we understand the temptation to give legal effect to the commonsensical view that trading on the basis of improperly obtained is fundamentally unfair. But in securities law, as in all areas of the law, our perceptions of what is wise or fair are ultimately of no relevance. [...] as ignoble as Bryan’s conduct was, it simply was not conduct that is prohibited by section 10b”.

8. L'ACCOGLIMENTO DA PARTE DELLA CORTE SUPREMA DELLA *MISAPPROPRIATION THEORY*: IL CASO *O'HAGAN*

Nella sentenza del 1997 che conclude il caso *O'Hagan*⁷⁵ la Corte Suprema ha interpretato la *sec. 10 B* e la *rule 10b – 5*, seguendo la *Misappropriation theory*.

Questa sentenza appare importante anche perché è servita ad appianare delle divergenze d'opinione delle Corti d'appello dei diversi circuiti, posto che non vi era unanimità di vedute sull'applicazione della citata teoria.

Nel caso *O'Hagan* l'imputato è stato condannato in primo grado. La Corte d'appello dell'Ottavo Circuito, però, annullò tale sentenza, affermando che la condotta di *O'Hagan*, per quanto da condannare sotto il profilo morale, non poteva esserlo sotto quello giuridico. È stata, quindi, rigettata la ricostruzione effettuata in primo grado e, di conseguenza, anche il dettame della *Misappropriation theory*, degradandola a teoria che tiene più in conto l'aspetto morale rispetto a quello normativo.

La Corte Suprema, di contro, ha espresso parere differente, ponendo il suo *imprimatur* sulla validità della *Misappropriation theory*.

I giudici, infatti, hanno confutato le linee argomentative della Corte d'appello, ribadendo che la teoria in oggetto richiede che il ricevente l'informazione non riveli alla fonte la sua intenzione di utilizzare la notizia e che non necessariamente deve sussistere una connessione fra le operazioni del *trader* e i soggetti vittime dell'appropriazione dell'informazione.

Infine, la Corte sottolinea che la teoria della *Misappropriation* non è lesiva della certezza del diritto, come invece ritenuto dall'*Eight Circuit*. Questa è garantita dai due requisiti richiesti affinché sia integrato l'elemento soggettivo: la violazione deve essere volontaria e il soggetto agente deve non essere in grado di provare la propria ignoranza della *rule 10b – 5*.

9. LA *RULE 105B – 2* E LE *NON - BUSINESS RELATIONSHIPS*

Nel 2000 al fine di chiarire un punto assai discusso della *Misappropriation theory*, la SEC ha emanato la *rule 105b – 2*, inerente alle *non-business relationships*.

⁷⁵ Sul caso in esame, cfr. BRUDNEY V., *O'Hagan's problems*, in *The Supreme Court review*, 1997, 249.

Questa previsione ha chiarito quando è da ritenersi sussistente il dovere di *trust and confidence* richiesto dalla *Misappropriation theory* nei casi in cui vengano in rilievo relazioni non lavorative (come, ad esempio, nel caso dei rapporti di parentela o coniugio).

La *rule* 105b – 2 fornisce un elenco non tassativo di ipotesi in cui il suddetto dovere deve sussistere in quanto richiesto come presupposto dalla *Misappropriation theory*. Vengono ricompresi, ad esempio, i casi in cui il ricevente l'informazione è d'accordo nel mantenerla segreta oppure l'ipotesi in cui fra i due soggetti sussista un rapporto tale per cui chi riceve l'informazione sa o ragionevolmente immagina che colui che gliel'ha comunicata si aspettava che la notizia stessa fosse mantenuta segreta.

Infine, sono elencati i rapporti di parentela in cui si presume sussistente il *fiduciary duty*. In quest'ultima ipotesi, però, la *SEC* ammette la possibilità che il soggetto che ha ricevuto l'informazione dimostri che, alla luce dello specifico rapporto familiare che lo riguarda, non sussiste in concreto alcun *duty of trust and confidence*⁷⁶.

10. LA DEFINIZIONE DELL'ILLECITO NEL DIRITTO STATUNITENSE ATTUALMENTE VIGENTE

In primis è necessario ricordare che ad oggi non esiste ancora, in ambito statunitense, una definizione di *Insider trading* fornita dal legislatore penale. Fonte di questo divieto continua ad essere il combinato disposto della *sec.* 10 B e della *rule* 10b – 5.

Come emerge, infatti, dalla ricostruzione fin qui effettuata, il legislatore americano non ha sentito l'esigenza di elaborare un modello tipizzato di fattispecie al quale fare riferimento. Gli sporadici interventi sono stati diretti ad inasprire le sanzioni e a creare un deterrente maggiore per il compimento di condotte di *Insider trading*.

Per effettuare una ricostruzione della normativa vigente è necessario, pertanto, rifarsi alle posizioni giurisprudenziali.

⁷⁶ In merito a quanto sostenuto dalla *SEC*, cfr. TISEO A., *Il reato di insider trading – Evoluzione normativa*, cit., 118: “[...] la *SEC* stessa afferma l'esistenza di una “*affirmative defense*” che permette alla persona che ha ricevuto o ottenuto l'informazione “*to demonstrate that under the facts and circumstances of that family relationship, no duty of trust and confidence existed.*”.

10. 1. Soggetti attivi

Sono definite quattro categorie di soggetti attivi del reato di *Insider trading*.

La prima categoria che viene individuata è quella dei c.d. *insiders* tradizionali. In essa rientrano i soggetti che operano ai vertici delle società, come ad esempio amministratori e dirigenti.

Inoltre, vengono in essa ricondotti gli azionisti di maggioranza della società emittente, sui quali grava un dovere di fedeltà nei confronti degli azionisti della società da loro stessi partecipata.

Infine, sono ricompresi anche gli impiegati che lavorano per la società, nei confronti della quale essi hanno un vero e proprio dovere fiduciario.

Questa categoria di *insiders* è già individuata nella *sec. 16 del Securities Exchange Act* del 1934. La *SEC*, però, vi ha apportato alcune modifiche nel 1991.

Alla luce di questo intervento diretto a reprimere più correttamente il fenomeno, oggi si fa riferimento a tutti i soggetti che lavorano nel settore finanziario e in quello contabile, ai funzionari che si occupano del controllo di gestione e ai dirigenti delle società controllanti quando svolgono funzioni di gestione e finanziamento nei confronti della controllata⁷⁷.

La seconda categoria è data dai *temporary insiders*, categoria che fa ovviamente riferimento all'omonima teoria della quale si è già ampiamente detto⁷⁸.

La terza categoria è quella dei *tippees*, ossia dei soggetti che agiscono sulla base di un'informazione ricevuta da altri.

La disciplina dell'*Insider trading* si applica, infatti, sia ai soggetti che trasmettono l'informazione senza servirsene sia a coloro che la ricevono e la utilizzano (i c.d. *tippees*). È dalla già citata sentenza *Dirks* che si possono ricavare le quattro condizioni richieste affinché vi sia la responsabilità del *tippeee*. Deve, innanzitutto, esserci una violazione a monte da parte di colui che ha comunicato l'informazione (*tipper*), posto che ove mancasse la violazione del dovere fiduciario alla fonte, l'utilizzo dell'informazione da parte del *tippeee* sarebbe lecita.

⁷⁷ Come spiega TISEO A., op. ult. cit., 120, questa "restrizione, che ha innovato radicalmente il trend interpretativo originario della stessa SEC e adottato dalle diverse Corti, non è però basata sul nulla: la SEC ha fatto riferimento ad una sentenza del 1989 della Corte d'appello del Secondo circuito che aveva dichiarato innocente il vicepresidente di una società ritenendo che questi svolgesse mansioni limitate e perciò non avesse "accesso alle informazioni riguardanti i problemi operativi e finanziari della sua società"."

⁷⁸ Si veda il precedente paragrafo 4.1.

In secondo luogo, è richiesto che il *tippee* sappia, o ragionevolmente avrebbe dovuto sapere, che chi gli ha trasmesso l'informazione l'ha fatto in violazione di un dovere fiduciario. In terzo luogo, il *tipper* deve aver trasmesso la notizia per un proprio vantaggio personale e, infine, il *tippee* deve aver utilizzato l'informazione ricevuta.

L'ultima categoria di soggetti attivi è quella degli *outsiders not acting on tips*. Si tratta dei soggetti terzi che agiscono sulla base di un'informazione rubata. Rientrano, quindi, in questa tipologia soggettiva tutti coloro che si siano *misappropriated* di un'informazione di proprietà altrui⁷⁹.

10. 2. Condotta vietata

Brevemente, in relazione alla condotta vietata si può dire che essa consiste nel porre in essere delle transazioni su titoli sulla base di un'informazione *non public* che riguarda i titoli stessi o la società che li emette ovvero nel comunicare a terzi per un profitto personale tale informazione violando un *fiduciary duty*.

In relazione al rapporto sussistente fra la condotta del *trader* e l'informazione si è pronunciata la *SEC*, con un intervento chiarificatore del 2000, emanando la *rule* 105b – 1.

Tale *rule* prevede che un'operazione è da intendersi effettuata sulla base di una *material non public information* quando il soggetto che ha posto in essere la transazione era consapevole del carattere non pubblico dell'informazione al momento dell'acquisto o della vendita dei titoli⁸⁰.

10. 3. Caratteri e contenuto dell'informazione

Nell'ordinamento statunitense l'informazione privilegiata deve rispondere a due requisiti.

⁷⁹ Come esempi si possono portare i casi *Chiarella* e *Winans*, dei quali si è trattato, rispettivamente, ai precedenti paragrafi 3.3 e 4.2.1.

⁸⁰ In merito al dettato della *rule* 105b – 1 si veda TISEO A., op. ult. cit., 125. La *rule* 105b - 1 stabilisce che “una operazione si intende effettuata “*on the basis of material nonpublic information*” se “*the person making the purchase or sale was aware of the material non public information when the person made the purchase or sale*”.” La *rule* indica, inoltre, i modi in cui una persona accusata di aver trattato sulla base di una informazione riservata può provare, tramite *affirmative defenses*, di non essere stato “*aware*” dell'informazione al momento dell'operazione.”

Il primo è il carattere “*material*”. Va subito segnalato che le Corti hanno assunto in merito posizioni differenti negli anni⁸¹.

Per poter fornire un quadro unitario bisogna necessariamente rifarsi a quanto affermato dalla Corte Suprema: sono “*material*” i fatti che molto probabilmente saranno considerati importanti dagli azionisti e quelli la cui pubblicazione modifica in modo rilevante il complesso di informazioni disponibili agli occhi di un investitore ragionevole⁸².

Il secondo requisito richiesto è il carattere “*non public*”. Su questo punto sembra esserci maggior univocità in giurisprudenza.

In molte sentenze si legge che un’informazione è non pubblica se non è stata diffusa sul mercato in modo tale da essere disponibile per la generalità degli investitori.

In relazione al concetto di disponibilità (*available information*) si fa riferimento a quanto espresso nella sentenza *Texas Gulf Sulphur & Co.*, ove si afferma che prima che l’investitore possa utilizzare un’informazione deve essere trascorso un certo lasso di tempo⁸³. La determinazione dell’arco di tempo necessario per non incorrere nel rischio di utilizzare un’informazione non pubblica varia a seconda delle circostanze della divulgazione.

Ci si riferisce, quindi, ad un criterio che va determinato volta per volta, a seconda delle caratteristiche del caso di specie.

Inoltre, ciò che rileva ai fini della punibilità è il momento in cui l’*insider* invia la comunicazione del suo ordine, non quello in cui l’ordine viene eseguito. Pertanto, è

⁸¹ Dà così brevemente conto delle diverse posizioni seguite dalle Corti TISEO A., op. ult. cit., 126: “Alcune Corti hanno ritenuto che un’informazione è “*material*” “*if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important*” nel prendere una decisione di investimento; altre che “*would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of information made available*”.” Addirittura il giudice *Waterman*, nel caso *Texas Gulf Sulphur & Co.*, ne ha dato due definizioni contrastanti nella stessa *opinion*.

⁸² Così definisce il carattere “*material*” TISEO A., op. ult. cit., 127: “[...] sono *material* i fatti di cui si può dire “che hanno una grande probabilità di essere considerati come importanti dagli azionisti al momento del voto” e quelli “la cui pubblicazione avrà, per un investitore ragionevole, sensibilmente modificato il complesso di informazioni disponibili.”

⁸³ Sul punto cfr. TISEO A., op. ult. cit., 127, il quale sottolinea come “[...] l’*insider* deve attendere che l’informazione sia “digerita” dal mercato prima di poter agire ossia che deve essere trascorso un “*reasonable time after disclosure before trading*”.” L’Autore spiega, inoltre, che esistono “delle «regole» ispirate agli usi comuni nell’ambiente finanziario quali quella che raccomanda di attendere la pubblicazione sul quotidiano del mattino o quindici minuti dopo quella del «*broad tape*», una attesa di 24 o 48 ore a seconda che il comunicato sia diffuso da un organo di stampa a diffusione locale o nazionale.”

nel momento della comunicazione che deve sussistere il requisito di riservatezza dell'informazione.

Infine, va sottolineato che in relazione al contenuto delle informazioni la giurisprudenza non effettua distinzioni a seconda che l'informazione attenga alla società, al suo patrimonio o concerna il mercato. L'unico elemento ritenuto necessario è che sussista un dovere di informare in relazione a quella data notizia.

I FONDAMENTI DEL DIVIETO DI ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE: CENNI STORICI E INTERESSE TUTELATO

1. L'EVOLUZIONE DELLA NORMATIVA ITALIANA DALLE ORIGINI COMUNITARIE AD OGGI

Dopo aver dato conto, seppur concisamente, dell'evoluzione normativa che ha coinvolto gli Stati Uniti d'America e prima di soffermarsi sull'analisi della disciplina attualmente vigente nel nostro ordinamento, è opportuno ripercorrere le tappe fondamentali della legislazione italiana in materia⁸⁴.

⁸⁴ Non potendo essere questa la sede per una trattazione adeguata della normativa in materia di *Insider trading* previgente al 2005, per un approccio orientativo sul tema, senza nessuna pretesa di completezza, per la disciplina dettata dalla l. 157/1991 cfr. BALLARINI S., *Insider trading: problemi attuali e profili di comparazione*, in *Contratto e impresa*, 1990, 1160; BARTALENA A., *Insider trading*, in COLOMBO G. E. - PORTALE G. B. (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, vol.10, Torino, 1993, 219; ID., *L'abuso di informazioni privilegiate*, Milano, 1989; ID., *La legge sull'insider trading*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1991, 529; ID., *L'abuso di informazioni privilegiate*, Milano, 1989; ID., *Commento sub. art. 180*, in MARCHETTI P. - BIANCHI L. A. (a cura di), *La disciplina delle società quotate, nel Testo Unico della finanza D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – Commentario*, Milano, 1999, II, 1988; ID., *voce Insider trading*, in *Dig. comm.*, Torino, 2000, 408; BARTULLI A., *voce Insider trading nel diritto penale*, in *Dig. pen.*, vol. VII, Torino, 1993, 111; ID., *Profili penali dell'insider trading*, in *Riv. Soc.*, 1989, 988; BARTULLI A. – ROMANO M., *Sulla disciplina penale dell'insider trading (legge 17 maggio 1991, n.157)*, in *Giur. Comm.*, 1992, 660; CARRIERO G., *Il problema dell'“insider trading”*, in *Foro it.*, 1988, 146; ID., *Informazione, mercato e buona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano, 1992; CASELLA P., *Alcune osservazioni in tema di insider trading*, in *Giur. comm.*, 1989, 798; ID., *La legge sulla repressione dell'insider trading*, in *Giur.comm.*, 1991, 858; D'ANDREA A., *Insider trading e diritto penale “simbolico” un binomio da recidere?*, in *Tem. Rom.*, 1993, 303; DI AMATO A., *voce Insider trading*, in *Enciclopedia del diritto, Aggiornamento*, 1997, vol. I, Milano, 1997; DI BRINA L., *Il divieto di insider trading*, in *Dir. comm. e delle obbligazioni*, 1993, 399; FOFFANI L., *La nuova disciplina penale dell'“insider trading” e delle frodi nel mercato mobiliare*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 1991, 911; GALLI S., *Insider trading: un primo commento*, in *Giur. comm.*, 1991, 928; ID., *Repressione del “market manipulation”: la prima pronuncia italiana in base alla legge numero 157 del 1991*, in *Giur. Comm.*, 1991; GODANO G., *La direttiva comunitaria sull'“insider trading”*, in *Foro it.*, 1990; MUCCIARELLI F., *L'art. 326, 3° comma c.p. e l'insider trading: un'anticipazione consapevole?*, in *Giur. comm.*, 1991, 310; MUSCO E., *I reati di Insider trading*, in *Riv. pen. ec.*, 1993, 375; NAPOLEONI V., *I reati societari*, 1996, Milano; ID., *Insider trading e aggio su strumenti finanziari*, in LACAITA L. – NAPOLEONI V. – NAPPI A. (a cura di), *Il testo unico dei mercati finanziari: società quotate, intermediari, mercati, OPA, insider trading: commento al D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998, 173 ss.; ROSSI VANNINI A., *La legge 17 maggio 1991, n. 157: i destinatari dei divieti di insider trading, tipping e tuyantage –L'estensione dei divieti*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.*, 1992, 276; SEMINARA S., *Il reato di insider trading tra obbligo di astensione e divieto di utilizzazione in borsa di informazioni riservate. Considerazioni su riforme ordite, abortite e partorite*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1998, 322; ID., *L'insider trading nella prospettiva penalistica*, in *Giur. comm.*, 1992, 637; ID., *Riflessioni in margine al disegno di legge in tema di insider trading*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1990, 545; ID., *Insider trading e diritto penale*, cit.; VASSALLI F., *La punizione dell'insider trading*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1992, 31.

Per la normativa prevista dal t.u.f. del 1998 cfr. BARTALENA A., *voce Insider trading*, in *Dig. comm.*, Torino, 2000, 408; CAMPANELLI M., *L'insider trading*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1998; CARRIERO G., *Commento all'art.180*, in ALPA G. – CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, III, 1653; ERMETES M. L., *Abuso di informazioni privilegiate*, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*,

Per poter comprendere l'evoluzione della normativa che ha coinvolto la fattispecie in esame, è d'obbligo effettuare dei riferimenti, seppur brevi, al panorama comunitario. Nello scenario europeo, lo studio e la produzione normativa sono molto più arretrati rispetto al panorama statunitense, dove fin dagli anni '30 del secolo scorso si è iniziato ad affrontare questioni inerenti all'abuso informativo.

A livello europeo bisogna, infatti, aspettare il 1977 per avere dei primi riferimenti: il Codice di condotta europeo, concernente le transazioni sui valori mobiliari, contiene al suo interno delle norme di tipo preventivo dirette ad eliminare le probabilità che si manifestino abusi informativi.

Per quel che riguarda, invece, i singoli Stati europei negli anni '80 solo la Francia dispone di una normativa specifica, che punisce gli *insiders* interni ed esterni alla società che “disponendo di notizie privilegiate sulle prospettive o sulla situazione di un emittente di titoli o sulle prospettive di evoluzione di un valore mobiliare, direttamente o per interposta persona, realizzano ovvero consentono scientemente di realizzare sul mercato di borsa una o più operazioni avvalendosi (*en exploitant*) di tali informazioni prima che il pubblico ne abbia conoscenza”⁸⁵.

La normativa francese, vista all'epoca come banco di prova, è fonte d'ispirazione per il legislatore comunitario, prima, e per quello italiano, poi.

La prima Direttiva comunitaria in materia (Dir. 89/592/CEE del 13 novembre 1989), all'art. 2, co. 1⁸⁶ attinge proprio dalla norma francese da ultimo citata per dare la definizione del divieto *de quo*.

È a partire da tale intervento che a livello europeo può parlarsi di effettiva disciplina del fenomeno dell'*Insider trading*, iniziando a delinearsi per la prima volta con risolutezza l'idea di intervenire in modo unitario in materia.

Milano, 1998, 979; LINCiano V. N. – MACCHIATI A., *Insider trading, una regolamentazione difficile*, Bologna, 2002; MUCCIARELLI F., *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1999; ID., *L'insider trading nella nuova disciplina del d. lgs. 58/98*, in *Riv. Trim. dir. Pen. Ec.*, 2000, 137; MUSCO E., *Diritto penale societario*, Milano, 1999, 309; PAVAN G., *Abuso di informazioni privilegiate*, in *L'indice penale*, 2002, 589; RIGOTTI M., *L'abuso di informazioni privilegiate*, in PATRONI GRIFFI A. – SANDULLI M. – SANTORO V. (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999, 1353; SEMINARA S., *Commento sub art.180*, in CAMPOBASSO G. F. (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Milano, 2002, 1451.

⁸⁵ Il testo è così riportato da BARTULLI A., voce *Insider trading nel diritto penale*, cit., 116.

⁸⁶ Dà conto della formulazione dell'art. 2 co. 1 della succitata Direttiva BARTULLI A., op. ult. cit., 116. L'Autore scrive che si prevede un divieto di “acquisire o di cedere, per conto proprio o per conto di terzi direttamente o indirettamente i valori mobiliari dell'emittente e degli emittenti interessati da questa informazione, sfruttando consapevolmente tale informazione privilegiata”.

Con tale Direttiva viene definito il concetto di informazione privilegiata (art. 1, co.1), sono individuate le diverse categorie di *insiders* e le condotte punibili.

Una volta fissati tali criteri di massima, è rimessa ai singoli Stati membri la scelta dello strumento sanzionatorio ritenuto più opportuno.

Ciò che merita di essere sottolineato è che con questo intervento, il legislatore comunitario non solo fornisce per la prima volta dei riferimenti normativi in materia, ma evidenzia anche l'importanza che la repressione del fenomeno avvenga in modo uniforme a livello europeo.

È sulla base di tali elementi che si innestano le successive scelte del legislatore italiano. Va da subito rilevato che in Italia la disciplina dell'*Insider trading* è stata elaborata senza essere supportata da un'adeguata normativa sugli obblighi di *disclosure* societari.

Logica vorrebbe, invece, che prima fosse disciplinata la trasparenza dei mercati e poi la repressione delle condotte che influiscono ed alterano l'andamento dei mercati stessi.

Come si è già avuto modo di rilevare⁸⁷, fondamento essenziale per il reato di *Insider trading* è, infatti, la normativa sulla *disclosure*.

Questo va in parte a confermare l'idea secondo cui il legislatore italiano avrebbe importato il reato in oggetto senza interrogarsi sulla sua compatibilità con l'assetto vigente nel nostro paese. Appare, quindi, corretto in questo senso parlare di "americanizzazione"⁸⁸.

Questo dato è accompagnato dal fatto che l'illecito in esame è stato introdotto nel nostro ordinamento senza che vi fosse un sentire comune in tal senso. Vero è che la storia del Diritto penale insegna come non sempre la previsione penale di un reato è supportata da una spinta etica o morale che va nello stesso senso della repressione. Ciò è evidente soprattutto in ambito economico-commerciale ove i comportamenti reprimendi sono ricollegati ad interessi tutelati di non immediata percezione⁸⁹. Spesso il disvalore sotteso alle condotte sanzionate non è di facile individuazione, così come non lo è il bene giuridico tutelato.

⁸⁷ Si veda a tal proposito Capitolo II par. 2.

⁸⁸ Così si esprime NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 576.

⁸⁹ Per un approfondimento in merito alle problematiche del Diritto penale economico, senza pretese di completezza, cfr. MUSCO E., *Diritto penale societario*, cit., 10 ss.; AMBROSETTI E. M. – MEZZETTI E. – RONCO M., *Diritto penale dell'impresa*, cit., 122 ss..

Con ciò non si vuole affermare la necessità che le norme penali siano perfettamente corrispondenti ai valori etici della collettività⁹⁰. Si vuole, piuttosto, mettere in luce come il legislatore italiano abbia attuato “una trasposizione acritica” della fattispecie delittuosa *de qua*, elaborata come noto nell’ordinamento statunitense, senza tener in considerazione la diversità del quadro normativo di partenza rispetto a quello di arrivo⁹¹.

La normativa in oggetto viene delineata per la prima volta in Italia dalla legge 157/1991, il cui art. 2 definisce l’illiceità penale del comportamento di *Insider trading*⁹², in attuazione della succitata Direttiva sul «coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (*insider trading*)».

Quello che merita di essere sottolineato di questa prima disposizione è un dato in particolare: il divieto di *Insider trading* viene incardinato sul possesso di informazioni riservate. Un soggetto che possieda un’informazione riservata deve astenersi dal compiere operazioni sul mercato borsistico, pena la repressione della sua condotta a titolo di Abuso di informazioni privilegiate⁹³.

⁹⁰ Di tale avviso è SEMINARA S., *Insider trading*, cit., 309, secondo cui è evidente che “[...] l’esigenza di una perfetta specularità fra le norme penali e i valori etici collettivi non può caratterizzare il diritto penale in materia economica”.

⁹¹ Conferma quanto sostenuto *supra* ERMETES M. L., *Abuso di informazioni privilegiate*, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il testo unico*, cit., 981. “Andando ben oltre il minimo richiesto dalla Direttiva comunitaria, il legislatore italiano sembrò attuare una trasposizione acritica di fattispecie delittuose maturate in altri ordinamenti, senza la necessaria ponderazione del più generale quadro normativo in cui le stesse disposizioni venivano inserite. Un percorso, dunque, diverso da quello compiuto in altri paesi, ove la criminalizzazione dell’*insider trading* è avvenuta in modo graduale, in sintonia con l’evoluzione della regolamentazione dell’informazione societaria, parallelamente alla presa di coscienza sociale del relativo disvalore sostanziale.”

⁹² Il legislatore italiano, come già detto, ha emanato l’art. 2 della l. 157/1991 sulla base delle indicazioni di provenienza comunitaria. Per un primo approccio sul tema della disciplina comunitaria, anche recente, senza alcuna pretesa di completezza cfr. CANESTRARI S. - FOFFANI L. (a cura di), *Il diritto penale nella prospettiva europea: quali politiche criminali per quale Europa?*, Atti del convegno di Bologna del 28 febbraio – 2 marzo 2002, a cura dell’Associazione Franco Bricola, Milano, 2005; CARCANO G., *La direttiva CEE sull’“insider trading”*, in *Riv. soc.*, 1989, 1026; CARRIERO G., *L’insider trading nella disciplina comunitaria*, in *Le Società*, 1990, 581; CORATELLA C., *Dentro l’insider trading dopo la riforma – Perché c’è continuità nel tipo di illecito*, in *D&G*, 2006, 41; GODANO G., *La direttiva comunitaria sull’“insider trading”*, in *Foro it.*, 1990, 42; SOLIMENA L., *La direttiva sull’insider trading*, in *Giur. comm.*, 1989, 1054 ss.; SOTTORIVA C., *La legge comunitaria 2004. Cosa cambia per le imprese e il mercato*, in *Le Società*, 2005, 771; TISEO A., *Il reato di insider trading – Evoluzione normativa*, cit.; WELTER P., *CEE e insider trading. I lavori degli organismi europei*, in *Rivista della borsa*, 1989, 2; WELTER P., *La proposta della CEE in tema di insider trading*, in *Quaderni Aiaf*, 1987, 5. Per una trattazione più approfondita del problema si rinvia al Capitolo IV.

⁹³ Sul punto, BARTULLI A., op. ult. cit., 117, il quale sostiene che lo schema di *insider trading* seguito dal nostro legislatore “è costruito interamente [...] sul divieto penalmente sanzionato per il possessore di notizie privilegiate di operare su valori mobiliari quotati”.

Si capisce, quindi, come questa fattispecie fin dalle sue origini sia strettamente connessa al concetto di informazione privilegiata, come si è già detto in precedenza⁹⁴.

Tale norma è incentrata sul concetto di abuso di posizione, motivo per il quale è di particolare rilevanza la delimitazione dell'ambito soggettivo.

Sia dalle riflessioni di matrice francese che da quelle provenienti dall'ambito comunitario, emerge, però, l'esigenza di escludere dall'area di rilevanza penale i soggetti che si trovano in possesso di un'informazione privilegiata in modo del tutto casuale. A tal fine è necessario richiedere un nesso di collegamento fra il possesso dell'informazione e l'attività svolta dal soggetto agente⁹⁵.

Tale problematica era già emersa anche all'interno della giurisprudenza statunitense. Sostanzialmente, si vuole evitare di estendere ad un generico "chiunque" la disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate, proprio per non svuotare di significato la fattispecie stessa.

Quanto previsto dal nostro legislatore nella prima formulazione del divieto presenta dei problemi sotto questo punto di vista.

Infatti, anche se il riferimento al possesso di conoscenze privilegiate funzionalmente connesso all'ufficio o alle mansioni espletate potrebbe ritenersi sufficiente per escludere le ipotesi di apprendimento fortuito, il co. 4 dell'art. 2 della l. 157/1991 estende notevolmente la previsione per quanto riguarda il lato soggettivo, andando così a rendere più sfumati i confini di operatività della fattispecie⁹⁶. Si fa, infatti, riferimento ad un'acquisizione indiretta dell'informazione.

Questa formulazione è rimasta integralmente in vigore per meno di un decennio. La disciplina dell'*Insider trading* è stata trasfusa all'art. 180 del t.u.f. (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), per poi approdare all'odierna versione.

L'attuale formulazione è stata introdotta dalla legge 62/2005 (c.d. legge comunitaria 2004) e modificata dalla legge 262/2005. Gli articoli che dettano i canoni di

⁹⁴ In relazione al concetto di informazione privilegiata si veda Capitolo II.

⁹⁵ Mette in evidenza quanto suesposto BARTULLI A., voce *Insider trading nel diritto penale*, cit., 118, il quale spiega come sia in ambito francese che in ambito comunitario si sentisse "la necessità di un collegamento funzionale tra le modalità di apprendimento della conoscenza e le mansioni svolte, evitando di comprendere anche coloro che ottengono un'informazione privilegiata" in modo del tutto casuale.

⁹⁶ In tal senso BARTULLI A., op. ult. cit., 118, secondo cui: "[...] si deve inoltre sottolineare che nella l. 157/1991 il divieto di *Insider trading* si estende notevolmente attraverso la formula dell'acquisizione indiretta dell'informazione – contenuta nell'art. 2, 4° co. – seppure nella «consapevolezza del carattere riservato» dell'informazione e «da soggetti che dette informazioni posseggono in ragione dell'esercizio della loro funzione, professione o ufficio»".

riferimento sono l'art. 181 t.u.f., che definisce il concetto di informazione privilegiata, l'art. 184 del t.u.f., che delinea il reato di Abuso di informazioni privilegiate, e l'art. 187 *bis* t.u.f., che disciplina il corrispondente illecito amministrativo⁹⁷.

È evidente che si tratta di una normativa più composita rispetto a quelle previgenti.

Nel prosieguo della trattazione si procederà ad un'analisi delle maggiori problematiche che la connotano, dando conto di eventuali raffronti con la precedente normativa dettata all'art. 180 t.u.f. *ante* riforma. Prima, però, ci si soffermerà sulle questioni inerenti all'interesse tutelato dalla norma e sulla definizione di informazione privilegiata.

2. INTERESSE TUTELATO

Dopo aver preso visione di quella che è stata l'evoluzione storica che ha accompagnato l'illecito in esame, si sente la necessità di indagare più approfonditamente le ragioni che stanno alla base della repressione del fenomeno stesso.

È per questo motivo che si è scelto di trattare in questa sede del bene giuridico tutelato dalla fattispecie, concludendo l'indagine sulle *rationes*, storiche e non, che giustificano le scelte del legislatore italiano in materia.

Prima di analizzare *funditus* l'attuale elaborazione dottrinale in materia di bene giuridico tutelato si è ritenuto opportuno dar conto di due differenti questioni. In primo luogo si ricostruirà, seppur brevemente, la corrente di pensiero che caldeggia la liberalizzazione del fenomeno in esame. Fatti tali cenni si passerà, poi, alla trattazione del rapporto intercorrente fra la fattispecie *de qua* e la disciplina in materia di trasparenza societaria.

2. 1. Le teorie a sostegno dell'*Insider trading*: una pratica economicamente utile

Prima di soffermarsi sull'analisi delle posizioni attualmente elaborate dalla dottrina italiana sulla tipologia di interesse tutelato da queste norme è d'obbligo dar conto di una questione che da sempre accompagna questa fattispecie⁹⁸.

⁹⁷ Per un commento sul passaggio dalla vecchia alla nuova disciplina, cfr. CORATELLA C., *Dentro l'insider trading dopo la riforma – Perché c'è continuità nel tipo di illecito*, cit., 41. In giurisprudenza si veda Cass. Pen., sez. V, 10 luglio 2006, in *CED Cass.*, rv. 234375.

Si fa riferimento alle riflessioni svolte, soprattutto in ambito statunitense, in relazione all'opportunità o meno di reprimere il fenomeno in esame. Fin dalle origini gli studiosi che si sono occupati della materia possono dirsi divisi in due categorie: quelli che sostengono la repressione del fenomeno e quelli che, invece, propongono la liberalizzazione dell'*Insider trading*, ritenendolo una pratica economicamente utile.

Va precisato che le riflessioni che verranno di seguito riportate si discostano da un approccio al problema di natura strettamente giuridica. Ciò nonostante, si è ritenuto opportuno cercare, nei limiti delle competenze di chi scrive, di dar conto delle problematiche sollevate in ambito storico-economico in merito a questa fattispecie. Questo perché si è convinti che lo studio di un fenomeno debba essere il più completo possibile per poterne comprendere le reali dinamiche e, di conseguenza, per poterne parlare con piena cognizione di causa.

La teoria che afferma l'utilità dell'*Insider trading* si basa sostanzialmente su due ordini di considerazioni.

In primo luogo viene sostenuta la funzione compensativa dell'*Insider trading*. Per spiegare tale ruolo è necessario far riferimento alle dinamiche *intra*-societarie e, nello specifico, agli incentivi economici ai dipendenti delle società.

Si tratterebbe, cioè, di riconoscere ai dipendenti della società (non appartenenti ai vertici societari, ma che contribuiscono fattivamente ai successi e alla crescita di quest'ultima) la possibilità di porre in essere in modo lecito comportamenti di *Insider trading*. Tale possibilità, infatti, costituirebbe l'unico modo per remunerare (oltre allo stipendio) e incentivare l'attività dei medesimi dipendenti⁹⁹.

L'*Insider trading*, cioè, se puntualmente regolamentato, potrebbe costituire l'unica via per far sì che un dipendente ottenga un compenso realmente proporzionato al suo lavoro. Si ritiene, infatti, che solo così un dipendente sarebbe incentivato a migliorare

⁹⁸ Prima di proseguire sull'argomento si ritiene doveroso richiamare la precisazione effettuata da autorevole dottrina. SEMINARA S., *Insider trading*, cit., 40, ricorda le teorie a sostegno della liberalizzazione dell'*Insider trading* "sono state elaborate dalla dottrina statunitense in riferimento ad un mercato talmente efficiente e progredito da risultare difficilmente applicabili all'attuale situazione italiana". Sul punto cfr. anche DI AMATO A., *Gli Abusi di mercato*, in DI AMATO A. (a cura di), *I reati del mercato finanziario - Trattato di diritto penale dell'impresa*, Padova, 2007, IX, 101.

⁹⁹ Così si esprime MANNE H., *Insider Trading and the Stock Market*, New York, 1966, 111 ss.: "[...] si tratterebbe di consentire, solo a quanti esercitano nelle grandi imprese un'attività innovativa, l'utilizzazione in borsa delle informazioni da essi stesse create; onde, sotto questo profilo, sarebbe comunque necessario un intervento legislativo diretto a sanzionare ogni forma di abuso".

lo *status* della società, posto che detenendo titoli che fanno riferimento alla società stessa avrebbe un interesse personale a che la quotazione del titolo salga.

In tal modo si andrebbe a migliorare ed incentivare il rendimento dei dirigenti societari.

Contro tale assunto sono state mosse diverse critiche¹⁰⁰. Innanzitutto, viene rilevata la difficoltà in termini pratici di misurare il contributo del singolo dipendente al successo ottenuto dalla società, elemento che va a minare alle fondamenta la teoria suesposta. Infatti, se la possibilità di realizzare operazioni di *Insider trading* è giustificata sulla base di un incentivo economico di natura compensativa, il fatto che sia difficile individuare a chi attribuire e in che misura la crescita della società svisciva la stessa concezione compensativa.

Viene, così, acutamente messa in rilievo l'assenza di correlazione fra il profitto economico che il singolo conseguirebbe in seguito all'operazione borsistica e il suo effettivo contributo al progetto di crescita.

In più, si sottolinea come la predetta teoria si limiti ad evidenziare la necessità che la possibilità di accedere ad operazioni di *Insider trading* lecite richieda un'apposita regolamentazione. Ciò non toglie, però, che non sia individuato alcun elemento di riferimento. In altri termini, non è chiarito come individuare i soggetti che possano accedere a tali pratiche, se il compenso debba essere preventivamente autorizzato ed eventualmente determinato.

Inoltre, non viene data alcuna indicazione sulle modalità attraverso le quali andrebbe evitata la possibilità che tale compenso-premio possa essere sfruttato da chi non ha contribuito ai meriti della società.

Da ultimo è da tenere in considerazione il fatto che tale meccanismo non porterebbe sempre e con certezza vantaggi alla società.

È, infatti, un meccanismo che si presta a possibili distorsioni, consentendo ai dipendenti-investitori di sfruttare anche eventuali insuccessi della società giocando sulle oscillazioni del titolo¹⁰¹.

¹⁰⁰ *Ex multis*, senza pretese di completezza, si veda SEMINARA S., *Insider trading*, cit., 35 ss.

¹⁰¹ Si esprime chiaramente sul punto SEMINARA S., op. ult. cit., 39 ss.. L'Autore spiega come "la liberalizzazione dell'*insider trading* varrebbe non a compensare o stimolare un'efficiente gestione della società bensì a remunerare il possesso di informazioni riservate – indifferentemente positive o negative per la società – in misura direttamente proporzionale non al «merito» ma alla disponibilità economica dell'agente [...]".

Pertanto, si capisce come l'idea sorretta da un intento lodevole, ossia quello di legittimare la pratica dell'*Insider trading*, trovi evidenti ostacoli pratici.

La seconda ragione alla base della teoria che afferma l'utilità dell'*Insider trading* è di natura evidentemente macroeconomica. Viene sostenuto che l'*Insider trading* è una pratica utile per le dinamiche di mercato perché renderebbe più efficiente la funzione allocazionale del mercato stesso e preverrebbe brusche oscillazioni dei titoli, esercitando un'opera di stabilizzazione. In altre parole, l'agire sul mercato degli *insiders* stabilizzerebbe le quotazioni dei titoli andando a diminuire le differenze intertemporali dei prezzi.

Le principali critiche che vengono sollevate in merito a questa seconda affermazione possono essere così brevemente riassunte.

L'*Insider trading* non nasce come un fenomeno diretto a correggere eventuali distorsioni del mercato, pur potendo produrre anche tale effetto. Si tratta, infatti, di un fenomeno fondato sullo sfruttamento di informazioni destinate alla divulgazione, cosa che comporta il più delle volte una distorsione dell'andamento del mercato andando ad influire sul processo di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari.

Conclusivamente, la teoria sull'efficienza del mercato si dimostra essere una teoria che non può ritenersi valida in assoluto. Essa arriva a delle conclusioni che possono essere valide *una tantum* a seconda delle diverse situazioni concrete. Tale teoria appare viziata dal dato di partenza, ossia l'assumere come presupposto il fatto che quanto da essa sostenuto sia valido sempre.

Invece, può essere vero solo in alcune circostanze che l'*Insider trading* produca degli effetti positivi sul mercato. Il soggetto agente, infatti, orienta le sue scelte solamente in base al proprio rendiconto personale, che può coincidere come no con un comportamento diretto a incrementare l'efficienza del mercato.

Inoltre, va tenuto in considerazione che non sempre le operazioni degli *insiders* sono di valore tale da poter influire sull'andamento del mercato. Esse assumerebbero tale rilevanza solo se realizzate da soggetti evidentemente facoltosi disposti ad investire ingenti capitali.

Fatti questi brevi cenni alla teoria che sostiene l'utilità economica dell'*Insider trading*, si passerà ora alla trattazione del rapporto con la trasparenza societaria, precisando che si darà conto nei paragrafi seguenti delle posizioni dottrinali a

sostegno della repressione del fenomeno *de quo* e relative all'interesse tutelato dalla fattispecie.

2. 2. L'*Insider trading*: una figura complementare alla trasparenza societaria

Prima di entrare nel vivo dell'analisi dell'interesse tutelato dalla fattispecie è d'obbligo svolgere, seppur concisamente, delle riflessioni ulteriori sul rapporto intercorrente fra il fenomeno in esame e la trasparenza societaria.

Con la locuzione trasparenza societaria¹⁰² ci si riferisce genericamente alla previsione di una disciplina dell'informazione societaria verso il pubblico, diretta a consentire agli investitori la conoscenza delle scelte delle società emittenti.

È proprio in questa definizione che si racchiude lo stretto nesso intercorrente fra trasparenza societaria e *Insider trading*. Se, infatti, si impone alle società emittenti di rendere edotti gli investitori delle informazioni rilevanti affinché questi possano orientare in modo consapevole le loro scelte di investimento, non si può ammettere che le emittenti stesse e i soggetti ad esse legati sfruttino, al fine di trarne profitto, tali informazioni prima che queste siano rese note.

Con ciò non si vuole far riferimento all'utopica *par condicio* fra gli operatori del mercato¹⁰³. Tale situazione, infatti, oltre ad essere un risultato quasi impossibile da conseguire, non sembra essere ottenibile attraverso la mera divulgazione delle informazioni riservate, posto che dinnanzi ad una stessa informazione soggetti diversi possono compiere scelte differenti. L'orientamento sul mercato di un investitore dipende da variabili non definibili a priori e di carattere prettamente soggettivo, quali ad esempio le conoscenze e il bagaglio culturale di cui dispone e le risorse che ha a disposizione.

¹⁰² Definisce in modo chiaro ed efficace il concetto di trasparenza ERMETES M. L., *Abuso di informazioni privilegiate*, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il testo unico*, cit., 980, secondo cui trasparenza "significa in primo luogo un'informativa societaria continuativa e attendibile, tale da consentire a tutti gli investitori di disporre, contemporaneamente e tempestivamente, degli elementi necessari ad effettuare scelte consapevoli". Sul tema della trasparenza e dell'informazione societaria cfr. anche NAPOLEONI V., *I reati societari*, cit., 1 ss..

¹⁰³ Di tale avviso è SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, cit., 3: "La disparità conoscitiva degli investitori è un dato ineliminabile, senza il quale l'operatore perderebbe la possibilità di lucrare sull'operazione compiuta e l'analista finanziario non vedrebbe incoraggiata la propria attività di raccolta ed elaborazione delle informazioni. Essa può subire un'attenuazione, attraverso scelte politiche ispirate in linea di tendenza alla parità delle informazioni, ma non può essere eliminata".

La trasparenza si limita a voler garantire un agire limpido, facendo sì che un soggetto possa far affidamento sulle informazioni che il mercato mette a disposizione, e aiuta a creare fiducia negli investitori in relazione ad un determinato mercato.

Seguendo la c.d. filosofia della *disclosure*, quindi, si cerca di evitare una netta ed ingiustificata disparità di posizioni fra investitori¹⁰⁴.

Così come è giusto sottolineare la prospettiva degli investitori e l'esigenza che il loro agire sul mercato sia salvaguardato, è altrettanto necessario tener conto del punto di vista delle società emittenti.

Proprio partendo da tale dato, si arriva a confermare l'impossibilità di eliminare la disparità informativa. Esistono, infatti, delle informazioni che se divulgate in un momento poco opportuno potrebbero portare nocimento alla società e altre che non possono essere divulgate tempestivamente in quanto connotate da un alto grado di incertezza.

Pertanto, pur considerando le esigenze delle quali si è detto, si dovrà comunque riconoscere alle società emittenti un'area di riservatezza, seppur ridotta entro limiti ragionevoli e prestabiliti.

A bilanciare le duplici e contrastanti esigenze alle quali si è fatto cenno interviene la disciplina dell'*Insider trading*¹⁰⁵.

Ci si avvicina in questo modo al concetto espresso dalla *disclose or abstain rule* di matrice statunitense.

Così come la filosofia della trasparenza non può cancellare ogni area di riservatezza societaria, alla luce delle esigenze delle emittenti, è giusto anche che sia posto un limite diretto ad evitare che si verifichino degli abusi sotto questo profilo.

La fattispecie di *Insider trading* nasce proprio per reprimere i comportamenti scorretti che sfruttano una posizione informativa privilegiata.

È evidente, quindi, l'importanza di considerare congiuntamente la disciplina della *disclosure* societaria e quella inerente al divieto di *Insider trading*.

¹⁰⁴ A conferma di quanto sostenuto si veda RIGOTTI M., *L'abuso di informazioni privilegiate*, in PATRONI GRIFFI A. – SANDULLI M. – SANTORO V., *Intermediari finanziari*, cit., 1354. L'Autore spiega che "imponendo la divulgazione delle informazioni rilevanti si impedisce, in definitiva, che la qualità delle decisioni di investimento [...] venga a dipendere in misura determinante dal grado di privilegio nell'accesso alle informazioni rilevanti, vale a dire da una variabile non controllabile da una larga maggioranza degli investitori".

¹⁰⁵ Sul rapporto fra il reato in esame e la trasparenza si veda *amplius* FLICK G. M., *Insider trading: una tappa significativa – anche se controversa – della lunga marcia verso la trasparenza*, in *Riv. soc.*, 1991, II, 975; SEMINARA S., *Il reato di insider trading tra obbligo di astensione*, cit., 332.

Si ritiene, pertanto, che la c.d. filosofia della trasparenza debba essere affiancata dalla presenza dell'illecito in oggetto per non rimanere mero *flatus vocis*. Solo in tal modo si predispone un apparato che efficacemente sarà in grado di impedire ai soggetti che dispongono di informazioni riservate di utilizzarle impropriamente prima che queste vengano rese note¹⁰⁶.

Alla luce di una tale ricostruzione del problema si capisce il fondamento delle critiche che sono state mosse al nostro legislatore del 1991¹⁰⁷. Egli ha criminalizzato l'*Insider trading* senza che alla base vi fosse una disciplina sulla trasparenza. Non sussistendo in capo alle società emittenti alcun dovere di *disclosure*, diventava difficile dare una delimitazione chiara ed efficace della fattispecie di *Insider trading*, che in tal modo perdeva in effettività¹⁰⁸.

Appare sbagliato pensare, infatti, che il divieto in oggetto riesca a svolgere anche le funzioni proprie della disciplina sulla trasparenza, posto che sono due normative che hanno un ruolo complementare l'una con l'altra.

Dopo aver brevemente indagato il rapporto sussistente con la *disclosure* societaria, si illustreranno le teorie inerenti alla *ratio* sottesa alla normativa in esame.

¹⁰⁶ A conferma della necessaria complementarità fra trasparenza e *Insider trading* si veda RIGOTTI M., *L'abuso di informazioni privilegiate*, in PATRONI GRIFFI A. – SANDULLI M. – SANTORO V., *Intermediari finanziari*, cit., 1354. L'Autore sostiene che per non “vanificare le finalità cui la filosofia della trasparenza si ispira [...] deve essere impedito che i soggetti che conservano un accesso privilegiato alle informazioni rilevanti non ancora divulgate al pubblico possano impiegarle a proprio vantaggio operando sul mercato borsistico[...]: in altri termini, deve essere vietato l'*insider trading*, che è dunque definibile come lo sfruttamento, nell'ambito di operazioni borsistiche, di una posizione di superiorità informativa dovuta ad un accesso privilegiato alla fonte delle notizie”.

¹⁰⁷ Si fa riferimento al legislatore della l. 157/1991. Si veda RIGOTTI M., *L'abuso di informazioni privilegiate*, in PATRONI GRIFFI A. – SANDULLI M. – SANTORO V. (a cura di), *Intermediari finanziari*, cit., 1353, secondo cui: “La repressione dell'utilizzo di informazioni riservate nell'ambito di transazioni borsistiche rappresenta una scelta necessaria per quegli ordinamenti che abbiano accolto la trasparenza informativa quale principio cardine della regolamentazione dei mercati”. Attualmente il nostro ordinamento conosce la vigenza di una normativa sugli obblighi di informazione del mercato, della quale si darà conto *amplius* al Capitolo II, par. 2. Al riguardo cfr. ERMETES M. L., *Abuso di informazioni privilegiate*, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il testo unico*, cit., 995; LENER L., *La diffusione delle informazioni «price sensitive» fra informazione societaria e informazione riservata*, in *Le società*, 1999, 145. Per ulteriori indicazioni bibliografiche sull'informazione societaria cfr. Capitolo II, par. 2, *sub* nota 9.

¹⁰⁸ Così RIGOTTI M., *L'abuso di informazioni privilegiate*, in PATRONI GRIFFI A. – SANDULLI M. – SANTORO V., *Intermediari finanziari*, cit., 1355, secondo cui il risultato era quello di una “completa inversione di prospettiva”.

2. 3. L'interesse tutelato dalla fattispecie di *Insider trading*: il regolare e corretto funzionamento del mercato, attraverso la tutela della trasparenza

Il discorso svolto fin ora ha come scopo quello di illustrare le problematiche inerenti al settore cui la disciplina in esame fa riferimento.

È bene, comunque, precisare che il tema dell'interesse protetto dalla disposizione in oggetto è stato argomento molto discusso in passato e, ancora oggi, non vi è una posizione unanime sul punto. Il bene giuridico tutelato dalla fattispecie di *Insider trading* non è, infatti, di facile afferrabilità¹⁰⁹.

Ciò nonostante il legislatore comunitario del 2003 non ha avuto esitazioni nell'indicare la *ratio* dell'incriminazione¹¹⁰ e l'oggetto della tutela¹¹¹, valorizzando l'integrità dei mercati finanziari.

Alle linee dettate in ambito comunitario si affianca l'opinione prevalente, la quale individua il bene giuridico¹¹² tutelato nel regolare e corretto funzionamento del mercato¹¹³, ottenuto tramite la tutela di un bene intermedio: la trasparenza.

La norma penale sull'Abuso di informazioni privilegiate nasce, quindi, con l'obiettivo di garantire la fiducia degli investitori, assicurando l'assenza di "disfunzioni nel mercato di carattere informativo"¹¹⁴.

¹⁰⁹ A conferma di questo si tenga presente quanto supra accennato (cfr. precedente par. 2.1, Sez. II), ossia che vi è ancora chi manifesta dei dubbi circa "la reale opportunità di repressione del fenomeno". Per un ulteriore cenno sull'argomento cfr. NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 578. L'autore spiega come anche partendo dall'assunto che sia opportuno reprimere il fenomeno dell'abuso informativo, "rimane però da cogliere, in positivo, la reale dimensione lesiva del fenomeno. Al riguardo, la ricorrente constatazione della valenza marcatamente «etica» dell'intervento repressivo, in quanto volto a bandire una pratica intrinsecamente «unfair», non è certo rassicurante per l'interprete [...]".

¹¹⁰ La *ratio* dell'incriminazione è individuata nel Considerando n. 12 della Dir. 2003/6/CE nell'"assicurare l'integrità dei mercati finanziari comunitari e accrescere la fiducia degli investitori nei mercati stessi".

¹¹¹ Ai sensi del Considerando n. 15 della Direttiva citata, l'oggetto di tutela è "la reale e piena trasparenza del mercato, che è requisito fondamentale perché tutti gli operatori economici siano in grado di operare sui mercati finanziari integrati".

¹¹² Interessante quanto messo in evidenza da GIANESIMI M., voce *Abuso di informazioni privilegiate*, in GAITO A. - RONCO M. (a cura di), *Codice ipertestuale – Leggi complementari*, cit., 2854 ss., ossia che "il bene giuridico come sopra individuato trova sicuro aggancio costituzionale nell'art. 47 della costituzione, specie nel suo 2° co. nel quale, facendosi riferimento all'accesso del risparmio popolare "al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del paese", si rimanda necessariamente ad un mercato finanziario che, per adempiere al suo ruolo di collettore del risparmio popolare, deve funzionare con regolarità e trasparenza".

¹¹³ Da una chiara definizione del concetto GIANESIMI M., voce *Abuso di informazioni privilegiate*, in GAITO A. - RONCO M. (a cura di), op. ult. cit., 2854 ss.: "Deve [...] considerarsi regolare e corretto quel funzionamento che assicura che il prezzo degli strumenti finanziari si formi sulla base della domanda e dell'offerta, escludendo dalla contrattazione coloro che sfruttano un vantaggio informativo illegittimamente ottenuto".

¹¹⁴ Così si esprime SGUBBI F., voce *Abusi di mercato*, cit., 1.

Infatti, il fenomeno dell'*Insider trading* mina il regolare andamento del mercato, per il fatto che soggetti privilegiati a livello informativo operano in esso, sfruttando tale loro privilegio ed andando così ad originare situazioni di disparità patologica¹¹⁵.

L'agire sleale degli *insiders* andrebbe a ledere la fiducia degli altri investitori, i quali, di conseguenza, orienteranno le loro scelte di investimento verso altri settori del mercato borsistico. È chiara, quindi, l'influenza che suddetti comportamenti possono avere sul regolare andamento del mercato.

La trasparenza, va ribadito, rappresenta un nodo cruciale del problema. Un mercato in cui l'agire dei suoi operatori è trasparente dà fiducia agli investitori stessi ed attira a sé capitali.

Affinché il mercato possa funzionare in modo corretto è, pertanto, necessario assicurare a monte la tutela della trasparenza.

È per questo che il disvalore delle condotte di *Insider trading* deve essere ricercato nel corretto funzionamento del mercato senza, però, prescindere da quanto detto sulla trasparenza.

Va ricordato, inoltre, che la previsione dell'*Insider trading* non vuole e non può portare ad una soddisfazione piena sotto questo profilo. Infatti, l'agire sul mercato borsistico si caratterizza per essere connotato da una componente di rischio ineliminabile.

L'area di operatività della disciplina penalistica sarà limitata al manifestarsi di un rischio anomalo.

2. 4. Ricostruzioni alternative dell'interesse tutelato

Dopo aver dato conto dell'orientamento prevalente, per esigenze di completezza, è necessario far riferimento alle altre posizioni, seppur minoritarie, relative all'interesse tutelato.

Un primo orientamento individua il bene giuridico tutelato nella *par condicio* dei soggetti operanti sul mercato. Pur essendo sostenuta da illustre dottrina¹¹⁶, si

¹¹⁵ Ad avviso di chi scrive, il mercato è connotato per sua stessa natura da disparità informativa. Quella ingenerata dall'*Insider trading* assume, però, connotati patologici, in quanto sorretta dall'intento di abusare della stessa.

¹¹⁶ Si fa riferimento a NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 579, il quale sostiene che “[...] la soluzione meno appagante – in quanto elusiva – è [...] quella di appellarsi ad un generico interesse al corretto funzionamento del mercato[...]. Di maggior spessore la tesi secondo cui l'incriminazione tutelerebbe la *par condicio* degli investitori, garantendo a tutti i partecipanti al mercato il diritto di operare

sente di discostarsi da tale posizione, posto che non si ravvisa la possibilità di uniformare le posizioni dei soggetti operanti sul mercato e, pertanto, di ipotizzare la possibilità che si crei una situazione omogenea.

Altra tesi è quella che identifica nella riservatezza il bene giuridico tutelato¹¹⁷. Pur essendo vero ed incontrovertibile che alla base dei comportamenti di *Insider trading* si colloca un'informazione privilegiata, ciò non significa che oggetto della tutela penale sia proprio ed esclusivamente l'informazione stessa. Essa, infatti, è destinata per sua stessa natura ad essere prima o poi divulgata.

Queste considerazioni spiegano come non si possa parlare di tutela della riservatezza in merito all'illecito in esame.

Inoltre, va tenuto presente che se l'informazione non fosse destinata ad essere resa nota al mercato, l'illecito in oggetto non avrebbe senso d'esistere in relazione a quella determinata informazione. Infatti, l'*insider* agisce con la consapevolezza che, in un momento successivo al suo operato, grazie alla divulgazione dell'informazione di cui dispone e che ha sfruttato, otterrà un beneficio economico.

Possiamo, quindi, concepire l'informazione privilegiata come elemento necessario affinché sia posto in essere un comportamento di abuso informativo¹¹⁸. Essa, pertanto, è sì ancillare all'illecito, ma non certo bene giuridico da esso tutelato.

In fine, altra parte della dottrina ancora l'illecito in esame alla trasparenza societaria¹¹⁹. Si è già visto come effettivamente sussista una relazione fra la disciplina

sostenendo il medesimo rischio. L'obiezione consueta all'assunto è che il «*market egalitarianism*» costituisce un obiettivo utopico [...]».

¹¹⁷ *Contra* SGUBBI F., voce *Abusi di mercato*, cit., 3. L'Autore ritiene «inaccoglibile [...] l'ipotesi dell'inerenza al reato in esame della tematica della riservatezza: l'*insider*, salvo casi eccezionali, non viola la sfera di riservatezza della società, bensì usa a proprio vantaggio informazioni non ancora pubblicizzate (ma destinate a divenire prima o poi tali), acquisite in ragione della propria posizione funzionale. Detto altrimenti: non si vuole realizzare una tutela intrinseca della notizia, si vuole evitare l'uso anticipato della medesima che nuoce al corretto funzionamento del mercato.»

¹¹⁸ In tal senso SGUBBI F., op. ult. cit., 4.

¹¹⁹ In questo caso si fa riferimento alla tesi che individua la trasparenza come unico bene tutelato dalla fattispecie di *Insider trading*, che si differenzia dell'opinione maggioritaria suddetta, la quale ritiene la trasparenza un bene intermedio tramite la cui tutela si ottiene la protezione della correttezza del mercato. Sul punto cfr. SGUBBI F., op. ult. cit., 4. «Da un lato, il fenomeno in esame concerne notizie soggette a divulgazione non di rado in un momento successivo a quello in cui prestano allo sfruttamento allo sfruttamento mediante l'opportuna operazione borsistica; dall'altro, e più in generale, se è indiscutibile il rapporto di reciproca esclusione intercorrente fra il divieto di *insider trading* e gli obblighi di *disclosure*, è allo stesso modo evidente che la tutela della trasparenza è assicurata dalla previsione dei suddetti obblighi e non dal mancato sfruttamento dell'informazione non divulgata[...]». Ancora in merito, si richiama quanto espresso da NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 579: «Che *insider trading* e «trasparenza» siano intimamente collegati è incontestabile: se, da un lato, il divieto del commercio degli iniziati rimuove una remora alla trasparenza, dall'altro, l'obbligo di comunicazione al

penalistica sull'*Insider trading* e quella sulla *disclosure*, ma questo nesso non è tale da spingere ad individuare nella trasparenza il bene giuridico tutelato in via diretta dall'art. 184 e dall'art. 187 *bis* t.u.f..

La disciplina sulla trasparenza si riferisce, infatti, agli obblighi di *disclosure* attualmente disciplinati nel t.u.f.¹²⁰. L'*Insider trading* interviene in un momento cronologicamente successivo e si connota per essere una condotta di abuso informativo posta in essere grazie ad una mancata trasparenza¹²¹.

Per concludere, pur ribadendo l'importanza della disciplina sulla trasparenza, non deve essere confuso il ruolo che questa disciplina svolge rispetto all'illecito in esame.

La trasparenza è un valore che deve essere proprio di un ordinamento a prescindere dalla criminalizzazione dell'Abuso di informazioni privilegiate: deve sussistere antecedentemente. Infatti, è proprio l'aver recepito e fatto propri i valori sottesi alla normativa sulla *disclosure* che dovrebbe far sorgere l'esigenza di apprestare una disciplina penalistica diretta a reprimere comportamenti di abuso informativo. Si ravvisa, quindi, nella trasparenza il presupposto, l'antecedente logico del reato di *Insider trading* e non il bene giuridico che la norma in esame è diretta a tutelare (quanto meno in via esclusiva).

Il legislatore predisponendo la disciplina sulla *disclosure* e la normativa sull'abuso di informazioni privilegiate sembra aver avuto in entrambi i casi come obiettivo quello di assicurare il corretto andamento del mercato. Per questo, ragionando in termini di interesse tutelato, la trasparenza è da considerarsi bene intermedio.

Trasparenza e Abuso di informazioni privilegiate sono fra loro complementari nel raggiungimento di una finalità comune: la correttezza e il buon andamento del mercato.

pubblico delle notizie price sensitive rappresenta un fondamentale strumento di prevenzione della pratica incriminata. Ma la trasparenza è assicurata dalla *disclosure*, e non dall'astensione dallo sfruttamento della notizia: sicché attribuire all'incriminazione finalità di protezione della trasparenza significa scambiare il presupposto della condotta (la mancanza di trasparenza, su cui si innesta l'abuso) con l'oggetto della tutela.”

¹²⁰ Per un approfondimento sulle misure preventive predisposte dal nostro legislatore cfr. *amplius* NAPOLEONI V., op. ult. cit., 611 ss..

¹²¹ A conferma si veda SGUBBI F., voce *Abusi di mercato*, cit., 4. L'Autore spiega che è “[...] evidente che la tutela della trasparenza è assicurata dalla previsione” degli obblighi di *disclosure* “e non dal mancato sfruttamento dell'informazione non divulgata, che si attegga piuttosto a condotta abusiva realizzata sulla base della mancata trasparenza.” In relazione alla normativa contenuta nel Testo Unico Finanziario sulla *disclosure* societaria, si veda Capitolo II, par. 2.

CAPITOLO II

L'INFORMAZIONE PRIVILEGIATA

SOMMARIO: 1. La rilevanza della nozione di informazione privilegiata negli illeciti di Abuso di informazioni privilegiate – 2. La comunicazione al pubblico *ex* art. 114 t.u.f. – 3. La nozione di informazione privilegiata dopo la Legge Comunitaria del 2004 – 4. La natura non pubblica dell'informazione e l'inerenza a emittenti strumenti finanziari o a strumenti finanziari – 5. Il carattere preciso dell'informazione (co. 3, art. 181 t.u.f.) – 6. La *price sensitivity* (co. 4, art. 181 t.u.f.) – 6.1. Il nuovo concetto di “investitore ragionevole”

1. LA RILEVANZA DELLA NOZIONE DI INFORMAZIONE PRIVILEGIATA NEGLI ILLECITI DI ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE

La nozione di informazione privilegiata, fin dalla prima formulazione della fattispecie di *Insider trading* nel nostro ordinamento, costituisce elemento fondante dell'illecito di cui si tratta.

La stessa rubrica *legis* dell'art. 184 t.u.f. (“Abuso di informazioni privilegiate”) rende evidente *prima facie* l'importanza del ruolo di siffatte informazioni nell'ottica di repressione del fenomeno di abuso. Per usare le parole di autorevole dottrina, “la nozione di «informazione privilegiata» costituisce il fulcro dell'incriminazione dell'*Insider trading*”¹.

È evidente, quindi, come l'esame delle fattispecie *de quibus* richieda un'attenta valutazione dell'art. 181 t.u.f., che attualmente dà la definizione di informazione privilegiata. Per tale motivo si è scelto di trattare questo concetto in un apposito Capitolo, prima di soffermarsi sulle problematiche inerenti all'analisi dell'illecito.

Come si evince dalle seppur concise indicazioni fornite fin qui, presupposto intrinseco della fattispecie in oggetto è proprio la sussistenza del possesso di un'informazione privilegiata in capo al soggetto agente. A conferma di ciò è sufficiente far riferimento al co. 1 lett. a), b), c) dell'art. 184 t.u.f.: tutte le modalità di condotta del reato fanno esplicito riferimento a tale concetto².

¹ Così NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 582. Sul punto cfr. anche SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, cit., 13, il quale afferma: “Che tale nozione influisca in maniera determinante sulla portata dell'incriminazione dell'*insider trading* è di immediata evidenza: da un lato, il reato si sostanzia nell'utilizzazione dell'informazione privilegiata, dall'altro, ha il suo presupposto nel possesso dell'informazione privilegiata. Si intuisce, pertanto, come la definizione del concetto di informazione privilegiata costituisca l'aspetto più delicato della normativa *de qua*.”

² Si avrà modo di illustrare nel seguito della presente trattazione come lo stesso valga anche per l'illecito amministrativo di cui all'art. 187 *bis* t.u.f.. Si veda a tal proposito Capitolo III, parr. 7 e 7.1.

A tal proposito è necessario effettuare una considerazione di carattere preliminare.

Affermare che la fattispecie di *Insider trading* richiede “l’ancillare sussistenza” di un’informazione privilegiata significa asserire che sia la norma penale *ex art. 184 t.u.f.* sia quella amministrativa *ex art. 187 bis t.u.f.* sono completate dall’art. 181 t.u.f..

Ad una prima lettura il legislatore del 2005 sembrerebbe aver inserito nell’art. 181 t.u.f. degli elementi che vanno ad erodere l’esigenza di determinatezza della fattispecie penale.

Come si avrà modo di precisare in seguito, l’elemento di indeterminatezza si rinviene all’interno della stessa definizione di informazione privilegiata. Va da sé che tale indeterminatezza va a ripercuotersi in negativo sulla precisione dei confini della rilevanza penal-amministrativa. L’inafferrabilità dei concetti racchiusi nell’art. 181 t.u.f. si traduce in una conseguente labilità dei presupposti che stanno alla base dell’illecito di *Insider trading*. Per tale motivo, vi è chi ha correttamente affermato che la nozione di informazione privilegiata costituisce il “ventre molle” dell’*Insider trading*, “stante l’inguaribile *deficit* di determinatezza che affligge il relativo paradigma concettuale”³.

Fatte tali premesse, è necessario effettuare un breve *excursus* storico⁴.

³ Così NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 582.

⁴ L’analisi dell’illecito di *Insider trading* non può prescindere dalla nozione di informazione privilegiata. Pur sottolineando la rilevanza di tale concetto, non può rientrare nell’economia del presente lavoro dar conto in modo approfondito della sua evoluzione storica. Senza alcuna pretesa di completezza, per dei riferimenti sull’argomento in merito alla normativa posta dalla l. 157/91 si rinvia a BARTALENA A., *L’abuso di informazioni privilegiate*, Milano, 1989, 15; BARTULLI A. – ROMANO M., *Sulla disciplina penale dell’insider trading (legge 17 maggio 1991, n.157)*, in *Giur. Comm.*, 1992, 668; BARTULLI A., *voce Insider trading nel diritto penale*, in *Dig. pen.*, Torino, 1993, VII, 120; CARRIERO G., *Il problema dell’“insider trading”*, in *Foro it.*, 1988, 158; ID., *Informazione, mercato e buona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano, 1992, 149; DI BRINA L., *Il divieto di insider trading*, in *Dir. comm. e obbligazioni*, 1993, 402; FOFFANI L., *La nuova disciplina penale dell’“insider trading” e delle frodi nel mercato mobiliare*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 1991, 918; MUSCO E., *I reati di Insider trading*, in *Riv. pen. ec.*, 1993, 378; NAPOLEONI V., *Insider trading e aggio su strumenti finanziari*, in LACAITA L. – NAPOLEONI V. – NAPPI A. (a cura di), *Il testo unico dei mercati finanziari*, cit., 175; SEMINARA S., *Il reato di insider trading tra obbligo di astensione e divieto di utilizzazione in borsa di informazioni riservate. Considerazioni su riforme ordite, abortite e partorite*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1998, 324; ID., *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989, 173; ID., *Riflessioni in margine al disegno di legge in tema di insider trading*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1990, 553.

Per dei riferimenti inerenti alla disciplina prevista dal t.u.f. del 1998 cfr. ERMETES M. L., *Abuso di informazioni privilegiate*, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, cit., 991; MUSCO E., *Diritto penale societario*, Milano, 1999, 321; PAVAN G., *Abuso di informazioni privilegiate*, in *L’indice penale*, 2002, 597; RIGOTTI M., *L’abuso di informazioni privilegiate*, in PATRONI GRIFFI A. – SANDULLI M. – SANTORO V. (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999, 1375; SEMINARA S., *Commento sub art.180*, in CAMPOBASSO G. F. (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Milano, 2002, 1456.

La definizione di informazione privilegiata è stata introdotta assieme al reato di Abuso di informazioni privilegiate con la legge 157/1991 (art. 2, co. 3).

Successivamente, con l'entrata in vigore del Testo Unico Finanziario, ha seguito il reato in esame ed è stata tradotta all'art. 180, co. 3 t.u.f.⁵.

Prima della riforma del 2005, quindi, il legame intercorrente fra informazione privilegiata e *Insider trading* sembrava essere reso ancor più evidente dal fatto che la definizione dell'una e dell'altro albergavano all'interno dello stesso articolo di legge. Con entrambi i primi due interventi in materia, infatti, la definizione della fattispecie di reato e quella del concetto di informazione privilegiata erano sempre state collocate nel medesimo articolo di legge.

È solo in seguito, con la Legge Comunitaria del 2004, che si assiste alla modifica del riferimento normativo e alla loro conseguente scissione.

Nel rimodulare la fattispecie, il legislatore della riforma ha deciso, infatti, di dedicare un articolo separato alla definizione del concetto di informazione privilegiata.

Questa scelta potrebbe trovare giustificazione in un'ulteriore innovazione che ha accompagnato la riforma del 2005, ossia la creazione *ex novo* dell'illecito amministrativo di Abuso di informazioni privilegiate⁶. L'elaborazione di due figure distinte di *Insider trading*, topograficamente autonome all'interno del Testo Unico Finanziario, parrebbe giustificare la decisione di dare indipendenza anche alla nozione di informazione privilegiata, essendo tale concetto fondamentale per entrambi gli illeciti.

Per la disciplina attualmente in vigore si cfr. FOFFANI L., *voce Abuso di informazioni privilegiate*, in PALAZZO F. C. – PALIERO C. E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, Padova, 2007, 715; GIANESIMI M., *voce Abuso di informazioni privilegiate*, in GAITO A. - RONCO M. (a cura di), *Codice ipertestuale – Leggi complementari*, Torino, 2009, 2854; NAPOLEONI V., *Insider trading*, in *Dig. Pen.*, cit., 582; SEMINARA S., *Informazione finanziaria e diritto penale (Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie)*, in *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Milano, 2009, 233; SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, cit., 13.

⁵ Così era previsto al co. 3, art. 180 t.u.f. vecchia formulazione: “[...] per informazione privilegiata si intende un'informazione specifica di contenuto determinato, di cui il pubblico non dispone, concernente strumenti finanziari o emittenti di strumenti finanziari, che, se resa pubblica, sarebbe idonea ad influenzarne sensibilmente il prezzo.”

⁶ Come si avrà modo di dire per l'elaborazione dell'illecito amministrativo, anche la nozione indicata all'art. 181 t.u.f. è di derivazione comunitaria. Il nostro legislatore si è rifatto all'art. 1 della Direttiva 2003/6/CE e all'art. 1 della Direttiva 2003/124/CE. Per un approfondimento in merito cfr. GIANESIMI M., *voce Abuso di informazioni privilegiate*, in GAITO A. - RONCO M. (a cura di), *Codice ipertestuale – Leggi complementari*, Torino, 2009, 2854 ss.; NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 583.

Premessi tali cenni di carattere introduttivo, prima di accingerci alla trattazione delle problematiche inerenti alla nozione di informazione privilegiata e al suo rapporto con gli illeciti di *Insider trading*, è necessario trattare dell'informazione privilegiata sotto un diverso profilo. Quest'ultima, infatti, ancor prima che per essere elemento "strutturale" degli illeciti *de quibus*, assume rilevanza nel nostro ordinamento in quanto espressione dell'interesse del nostro legislatore di garantire la trasparenza del mercato e, di conseguenza, il suo regolare funzionamento⁷.

2. LA COMUNICAZIONE AL PUBBLICO EX ART. 114 T.U.F.

Prima di soffermarsi sull'analisi del concetto di informazione privilegiata, si ritiene opportuno dar brevemente conto della disciplina prevista dal Testo Unico Finanziario in relazione alla comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate da parte delle società emittenti⁸.

Tale questione risulta, infatti, utile per comprendere le problematiche inerenti alla diffusione delle informazioni stesse⁹ e, più precisamente, al requisito di non pubblicità richiesto dall'art. 181 t.u.f. affinché una notizia possa dirsi privilegiata.

Appare d'uopo iniziare tale disamina mettendo in evidenza come l'art. 114 t.u.f. richiami espressamente l'art. 181 t.u.f.¹⁰ e come, pertanto, il primo articolo faccia

⁷ Per un approfondimento sulla trasparenza e sul regolare funzionamento del mercato si rinvia al precedente Capitolo I, sez. II, par. 2.2.

⁸ Non potendo essere questa la sede per dar conto di tutte le previsioni di legge relative ai c.d. obblighi di *disclosure* previsti per le società quotate, si è ritenuto necessario soffermarsi quanto meno sulla disciplina dettata in relazione a tali obblighi con espresso riferimento all'informazione privilegiata. Per un approfondimento sul tema dell'informazione societaria, senza alcuna pretesa di completezza, cfr. ANNUNZIATA F., *Le norme del nuovo regolamento CONSOB in materia di informazione societaria. Una prima lettura*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1999, 495; ID., *La nuova disciplina delle comunicazioni societarie al pubblico e alla Consob – II parte*, in *Le Società*, 1999, 520; BAGLIONI M., *Una raccomandazione Consob sull'informativa societaria*, in *Le Società*, 1998, 213; CHIAPPETTA F. – TOFFANELLI M., *Informazione societaria e mercato mobiliare*, Milano, 1993; MUCCIARELLI F., *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1999, 745; MUNARI A. – CHIAIA M., *Trasferimento di partecipazione azionaria rilevante e obblighi di comunicazione al pubblico in relazione alla normativa sull'insider trading*, in *Giur. comm.*, 1993, 625; PLATTNER L., *Innovazioni nel sistema informativo societario e disciplina dell'insider trading*, in *Dir. prat. soc.*, 2006, 6; SFAMENI P., *Commento all'art. 114*, in MARCHETTI P. – BIANCHI L. A., *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza, d. lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 – commentario*, Milano, 1999, 509.

⁹ È necessario tener presente che "il profilo dell'informazione non soltanto percorre trasversalmente l'intero sistema del diritto del governo societario, ma riveste un valore del tutto peculiare nel concreto funzionamento della società quotata e nel suo rapporto con il mercato finanziario. [...] Inoltre, dalla «qualità» dell'informazione dipende largamente la correttezza e la trasparenza del rapporto che la società instaura con gli investitori", come specificato da CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario*, cit., 318.

riferimento alla stessa tipologia di notizie (ossia l'informazione privilegiata) rilevante in sede penal-amministrativa.

Va precisato, però, che la nozione di informazione privilegiata *ex* art. 114 t.u.f. non è perfettamente coincidente con quella di interesse sul versante repressivo. Infatti, l'art. 184 t.u.f. (così come l'art. 187 *bis* t.u.f.) abbraccia una nozione più ampia rispetto a quella di cui all'art. 114 t.u.f..

Quest'ultimo articolo si riferisce, invero, alle sole informazioni che concernono direttamente la società emittente, ossia le c.d. *corporate informations*. Rientrano, invece, nell'area dell'illiceità anche quelle informazioni che attengono anche solo in via indiretta all'emittente o agli strumenti finanziari emessi (c.d. *market informations*)¹¹.

Inoltre, gli obblighi di comunicazione inerenti all'informazione privilegiata riguardano momenti temporali differenti e rispondono a due distinte funzioni¹². Si potrebbe sostenere che quelli derivanti dall'art. 114 t.u.f. attengono ad una fase fisiologica della vita di un'emittente, mentre quelli ricollegati al versante repressivo riguardano una fase di natura evidentemente patologica.

Quanto predetto chiarisce la necessità di analizzare anche il dettato dell'art. 114 t.u.f.. Tale articolo, infatti, non solo richiama espressamente il concetto di informazione privilegiata di cui all'art. 181 t.u.f., ma disciplina anche la comunicazione che "fisiologicamente" le società emittenti devono effettuare nei confronti del pubblico¹³.

¹⁰ A tal proposito, va precisato, utilizzando le parole di NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 586, che "il nuovo art. 114 t.u.f. fa dunque espresso riferimento alla nozione di informazione privilegiata valevole in tema di insider trading, a differenza della norma anteriore, che descriveva l'oggetto della comunicazione in via autonoma".

¹¹ Come acutamente osservato da CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario*, cit., 325: "la nozione di informazione privilegiata rilevante ai fini degli obblighi di *disclosure* si restringe ulteriormente, rispetto a quella a rilevanza penale, là dove si consideri che l'art. 66 del Regolamento Emittenti", perché tali obblighi si considerino da ottemperare, richiede "l'effettiva esistenza dell'evento, ancorché non formalizzato[...]; perciò, fin quando l'evento non viene a esistenza, non vi è un'informazione privilegiata da diffondere al mercato". Lo stesso Autore mette in evidenza come, invece, "ai fini dell'*insider trading* l'informazione privilegiata è riferibile a eventi o complessi di circostanze, non soltanto esistenti, ma anche di cui sia ragionevole prevedere l'accadimento". Si veda, sul punto, anche SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, cit., 13, il quale afferma che la definizione di informazione privilegiata penalmente rilevante "è in grado di coprire, seguendo la terminologia tradizionale, sia le cosiddette *corporate informations* che le cosiddette *market informations* [...]". Si veda il successivo par. 4.

¹² Si fa riferimento, da un lato, alla funzione di efficienza informativa e allocativa del mercato e, dall'altro, a quella di prevenzione di possibili comportamenti di *Insider trading*.

¹³ Va precisato che gli obblighi di comunicazione al pubblico di cui all'art. 114 t.u.f. sono di carattere continuativo.

CAPITOLO SECONDO

La *ratio* che sta alla base di tale norma è proprio quella di evitare che sul mercato si possano creare delle posizioni di forte disparità informativa, che consentano solo ad alcuni operatori di poter sfruttare (*rectius*, abusare) di un'eventuale loro posizione di favore, come confermato soprattutto dai co. 3 e 4 del citato articolo.

Il co. 3 prevede la possibilità per l'emittente di ritardare la comunicazione al pubblico dell'informazione privilegiata nei casi espressamente regolati dalla Consob. Lo stesso comma contiene, inoltre, un inciso alquanto significativo nell'economia della presente indagine. Viene precisato che il ritardo è ammesso solo ed esclusivamente a due condizioni: esso non deve indurre in errore il pubblico e l'emittente deve essere in grado di garantire la riservatezza delle informazioni che sceglie di non comunicare tempestivamente.

È evidente, quindi, come la prima preoccupazione del legislatore sia quella di tutelare gli operatori che agiscono sul mercato, garantendo il regolare funzionamento del mercato stesso. Abbiamo già visto come tale interessamento sembra essere sotteso anche alla previsione normativa di repressione del fenomeno di *Insider trading*.

Sempre sulla scia di quest'impostazione garantista, l'ultimo periodo del co. 3 stabilisce che la Consob possa richiedere all'emittente di comunicare all'Autorità stessa le ragioni che giustificano l'eventuale ritardo nella comunicazione.

Volendo richiamare nuovamente il parallelismo con l'art. 184 t.u.f., parrebbe chiaro come al co. 3, art. 114 t.u.f., attraverso la disciplina del ritardo nella comunicazione, si cerchi di arginare la possibilità che dall'evento-ritardo possa derivare un pregiudizio per il pubblico.

Al co. 4 del medesimo articolo, invece, sembra palesarsi con più evidenza l'intento di contenere il rischio che la mancata diffusione presso il pubblico di un'informazione privilegiata possa dar luogo a fenomeni di abuso della stessa. L'ipotesi alla quale fa riferimento tale comma sembra richiamare in modo inequivoco la condotta di *tipping*¹⁴, predisponendo una disciplina diretta ad evitare esattamente simili comportamenti.

¹⁴ Si avrà modo di specificare in seguito come l'art. 184, co. 1, lett. b) t.u.f. indichi quale condotta del reato di *Insider trading* (e l'art. 187 *bis* per l'equivalente illecito amministrativo) la comunicazione da parte di un soggetto *insider* di un'informazione privilegiata. Si veda a tal proposito Capitolo III, par. 3.2.

È prevista, infatti, l'ipotesi in cui l'emittente, i soggetti che la controllano o chi agisce in loro nome o per loro conto comunichino ad un soggetto terzo (non gravato da obblighi di riservatezza) un'informazione privilegiata.

Tale struttura logica potrebbe sembrare perfettamente sovrapponibile a quella della suddetta condotta penale, senonché viene meglio delineata da elementi ulteriori che paiono svolgere funzione speculare rispetto a quelli contenuti nel citato art. 184, co. 1, lett. b) t.u.f..

È previsto, infatti, che la comunicazione di cui all'art. 114, co. 4 t.u.f. debba avvenire, da parte del soggetto che la effettua, “nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio”. Tale inciso ricalca pedissequamente quello previsto per la condotta attiva di *tipping*. La lett. b), co. 1, art. 184 t.u.f., infatti, esclude la responsabilità del soggetto agente nel caso in cui la comunicazione sia avvenuta proprio “nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio”.

Questo andrebbe a rafforzare quando già esposto, ossia che l'art. 114 t.u.f. analizza delle ipotesi fisiologiche alla vita dell'emittente, parallele a quelle degli artt. 184 e 187 *bis* t.u.f.. Pertanto, qualora uno dei soggetti indicati comunichi ad un terzo un'informazione “nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio” dovrà rifarsi alla disciplina dettata da tale articolo e non a quella di natura repressiva. Viceversa, si ricadrà nell'area di operatività dell'illecito qualora la comunicazione avvenga al di fuori dell'ipotesi scriminata.

Lo stesso co. 4, art. 114 t.u.f. dà conto del caso in cui i soggetti che hanno trasmesso la notizia al soggetto terzo debbano dare comunicazione al pubblico della medesima informazione privilegiata, distinguendo due ipotesi.

Nel caso in cui la comunicazione al terzo sia stata effettuata intenzionalmente, è previsto l'obbligo di comunicazione simultanea al pubblico dell'informazione; mentre nel caso in cui la divulgazione della notizia riservata sia avvenuta non intenzionalmente, allora la comunicazione al pubblico deve essere effettuata senza indugio.

In tal modo, si conferma l'esclusione di una possibile responsabilità penale di natura colposa in relazione alla fattispecie di *tipping*. Infatti, il soggetto che comunica non intenzionalmente al terzo l'informazione non agisce con dolo (non essendo la

condotta comunicativa sorretta da intenzionalità) e, di conseguenza, andrà esente da un'eventuale responsabilità penale.

Da un altro lato, si evidenzia nuovamente l'attenzione per il legislatore alla regolarità delle posizioni dei soggetti che operano sul mercato. Nel momento in cui un'informazione privilegiata viene comunicata ad un soggetto estraneo all'emittente è necessario provvedere quanto prima (a seconda del caso) alla divulgazione dell'informazione stessa presso il pubblico.

Sulla base di tali riferimenti, seppur concisi, si potranno meglio comprendere le questioni, perlopiù ancora aperte, che ineriscono alla definizione di informazione privilegiata dettata dall'art. 181 t.u.f..

3. LA NOZIONE DI INFORMAZIONE PRIVILEGIATA DOPO LA LEGGE COMUNITARIA DEL 2004

Dopo aver trattato del ruolo che assume l'informazione privilegiata in relazione agli obblighi di comunicazione di cui all'art. 114 t.u.f., si procederà ora alla disamina delle questioni che riguardano più da vicino la nozione stessa di informazione privilegiata.

La disciplina del Testo Unico Finanziario *ante* 2005 incentrava la definizione di informazione privilegiata soprattutto sul concetto di informazione *price sensitive*; si riteneva rilevante ai fini del reato di *Insider trading* ogni notizia che, non ancora pubblica, fosse in grado di influenzare l'andamento degli strumenti finanziari cui si riferiva¹⁵.

Oggi l'art. 181 t.u.f. appare come l'evidente risultato dell'evoluzione dottrinale e giurisprudenziale sul punto. Ciò non toglie che l'attuale definizione di informazione privilegiata non sembra aver subito rilevanti modifiche sotto il versante sostanziale, pur essendo stata modificata sotto il profilo formale sulla scorta di indicazioni di provenienza europea.

¹⁵ A conferma si veda GIANESIMI M., *voce Abuso di informazioni privilegiate*, in GAITO A. - RONCO M. (a cura di), *Codice ipertestuale – Leggi complementari*, cit., 2854 ss.: “Nella vigenza della disciplina di cui all'art. 180, 3° co., ora abrogato, la nozione in argomento era costruita intorno alla idoneità della notizia ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari cui la stessa si riferiva; costituiva quindi informazione privilegiata penalmente rilevante ogni notizia che fosse di per sé idonea a determinare tale sensibile influenza.”

L'art. 181 t.u.f. risulta sicuramente differente dal co. 3 dell'art. 180 t.u.f. *ante* riforma.

Al co. 1 viene delineato un concetto generale di informazione privilegiata, che trova, poi, specificazione nei commi successivi. La nozione in esame ruota attorno a quattro requisiti principali: la natura non pubblica dell'informazione, l'inerenza a emittenti strumenti finanziari o a strumenti finanziari, il carattere preciso dell'informazione e la sua idoneità ad influire in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari medesimi (c.d. *price sensitivity*).

È evidente, quindi, che la definizione del concetto di informazione privilegiata è alquanto articolata, cosa che mal risponde all'intento chiarificatore proprio del legislatore¹⁶.

Infatti, se *prima facie* la ricchezza definatoria potrebbe sembrare un baluardo di tutela dalla discrezionalità interpretativa dell'autorità giudicante in sede di giudizio, la norma in esame contiene elementi descrittivi che mal rispondono a tale esigenza, prestando il fianco proprio a interpretazioni differenti.

Nel seguito del presente lavoro verranno, quindi, analizzati i singoli elementi che caratterizzano l'informazione privilegiata così come descritta all'art. 181 t.u.f..

4. LA NATURA NON PUBBLICA DELL'INFORMAZIONE E L'INERENZA A EMITTENTI STRUMENTI FINANZIARI O A STRUMENTI FINANZIARI

La non pubblicità e l'inerenza a emittenti o a strumenti finanziari sono requisiti dettati dall'art. 181 t.u.f. che si caratterizzano per una minor complessità d'analisi rispetto a quelli successivi. Per tale motivo se ne tratterà subito, prima di soffermarsi sull'approfondimento delle questioni relative ai co. 3 e 4 del citato articolo.

¹⁶ In tal senso, NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 583, il quale sostiene che la definizione fornita dall'art. 181 t.u.f. è di "inusitata complessità e ricchezza [...]. Ad una descrizione generale (1° co.) vengono coniugate, infatti, delle articolate «sottodefinitioni» di singoli elementi della prima (3° e 4° co.), nonché delle «definizioni parallele», concernenti ipotesi particolari (2° e 5° co.)". Sul punto si è espresso anche SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, cit., 14: "A differenza delle normative precedenti, in cui il legislatore si limitava a fornire la definizione base senza ulteriori indicazioni esplicative, quella attuale si contraddistingue per l'opera di specificazione dei requisiti espressi nel comma 1 della disposizione". Si cfr. anche MUCCIARELLI F., *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazioni del mercato: le norme della Comunitaria 2004 (II)*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, 1466 ss.; BRUNO F. – RAVASIO N., *Ambito soggettivo ed oggettivo dell'informazione privilegiata post Market Abuse Directive*, in *Le Società*, 2007, 8, 1023.

Il requisito della non pubblicità è, forse, l'elemento più facile da cogliere concettualmente. Esso deve ritenersi sussistente quando l'informazione non è già di pubblico dominio o è disponibile solo ad un ristretto numero di soggetti (numero la cui ampiezza non risulta determinabile a priori)¹⁷. Va da sé, infatti, che se un'informazione è già diffusa sul mercato viene meno quel vantaggio conoscitivo in capo all'*insider* che giustificerebbe la repressione di eventuali suoi comportamenti illeciti¹⁸.

Ciò che può risultare di difficile definizione, in relazione al requisito in esame, è l'individuazione del momento a partire dal quale un'informazione può considerarsi pubblica, ossia quando può dirsi venuto meno il vantaggio conoscitivo in capo agli *insiders*.

Generalmente vengono individuate dalla dottrina due possibili soluzioni. La prima è quella che ricollega il venir meno del vantaggio conoscitivo all'effettiva pubblicazione della notizia, mentre la seconda fa riferimento alla concreta disponibilità del dato.

Basandosi sul dettato normativo di cui all'art. 181 t.u.f., sembra che il legislatore del 2005 abbia optato per la prima delle due teorie, ossia quella che considera il momento di pubblicazione formale della notizia, propendendo per una più sicura applicazione della norma¹⁹.

Tale posizione troverebbe conferma anche nel dettato del co. 1, art. 114 t.u.f. e, precisamente, nella previsione dell'obbligo di informazione continua del mercato in capo alle società emittenti. Anche il requisito della non pubblicità di cui all'art. 181

¹⁷ In relazione al numero di soggetti nella disponibilità dei quali l'informazione deve trovarsi per potersi ritenere pubblica, si v. Cass. pen., sez. V, 20 gennaio 2010, n. 8588. La Corte specifica che "la pubblicità dell'informazione che ne esclude la qualificazione come privilegiata riguarda non l'universalità dei soggetti, bensì un numero indeterminabile di persone ovvero un ambito caratterizzato dalla potenziale estensione diffusiva."

¹⁸ Sul punto cfr. NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 586, il quale conferma che questo requisito "discende dalla stessa *ratio* del divieto: la disponibilità della notizia da parte della generalità degli investitori annulla, difatti, la posizione di vantaggio dell'*insider*". Si veda anche FOFFANI L., voce *Abuso di informazioni privilegiate*, in PALAZZO F. C. – PALIERO C. E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, cit., 716; SGUBBI F., voce *Abusi di mercato*, cit., 17 ss.. In relazione al requisito in esame è di particolare rilievo quanto affermato nella sentenza del Trib. di Milano, sez. I pen., 31 ottobre 2011 (dep. 15 dicembre 2011). Viene spiegato che "[...] il reato non è escluso se l'informazione oggetto di illecita comunicazione era già anticipata da notizia di stampa, allorché tali notizie non consentissero alcune controllo efficace sulla fondatezza della fonte e si limitassero a dar conto di anonimi *rumors* diffusi nell'ambiente borsistico".

¹⁹ A conferma di quanto suddetto si richiama l'opinione di autorevole dottrina. In tal senso si è espresso, infatti, NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 586, il quale spiega come l'attuale formulazione dell'art. 181 t.u.f. (messa, per altro, a confronto col previgente art. 180, co. 3 t.u.f.) "parrebbe premiare le esigenze di certezza, assumendo come discrimen la pubblicazione formale, piuttosto che la disponibilità concreta del dato".

t.u.f. andrebbe, quindi, coordinato con la disciplina dettata dall'art. 114 t.u.f. in merito agli obblighi di *disclosure*.

Oltre al fatto che è evidente come un'informazione non pubblica è sicuramente un'informazione che non è ancora stata oggetto dei predetti obblighi di *disclosure* di cui al citato art. 114 t.u.f.²⁰, va rilevato nuovamente lo stretto nesso intercorrente fra i due articoli citati²¹.

In entrambi i casi, infatti, il legislatore sembra aver avuto come scopo quello di combattere i fenomeni di approfittamento del vantaggio conoscitivo, elaborando così una disciplina che opera su due fronti: preventivo e repressivo²².

Graverà, pertanto, sulla società emittente l'obbligo di comunicazione al mercato di cui all'art. 114 t.u.f. (integrato dall'art. 66 del Regolamento Emittenti) nel caso in cui si venga a creare un'informazione privilegiata e tale obbligo sussisterà fin tanto che la notizia non ha raggiunto il mercato.

Il secondo requisito richiesto affinché la notizia possa dirsi privilegiata è la c.d. inerenza a emittenti o a strumenti finanziari²³.

In relazione a tale elemento è sufficiente svolgere due ordini di considerazioni.

In primo luogo, va precisato che, a differenza di quanto già detto in merito alle informazioni rilevanti *ex art. 114 t.u.f.*, assumono importanza ai fini dell'art. 181 t.u.f. sia le *corporate informations* sia le *market informations*²⁴. Infatti, anche informazioni inerenti a determinati settori del mercato o a determinati strumenti finanziari possono produrre effetti indiretti sull'andamento dei titoli di mercato. Pertanto,

²⁰ In relazione al rapporto fra il concetto di notizia non pubblica e la disciplina delle comunicazioni, posto che non può essere questa la sede per approfondire nello specifico tale relazione, si rinvia a quanto scritto da FOFFANI L., *voce Abuso di informazioni privilegiate*, in PALAZZO F. C. – PALIERO C. E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, cit., 716. Oltre all'obbligo di cui all'art. 114 t.u.f., si dà conto della tenuta del registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate e ad alcune disposizione del Regolamento Emittenti, come modificate dalla Consob, fra le quali, ad esempio, l'art. 66.

²¹ Si veda il precedente par. 2.

²² In senso conforme NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 586. L'Autore sottolinea tale vincolo scrivendo che "informazione continua e divieto di insider trading sono pacificamente avvinati da un collegamento strettissimo, esprimendo [...] due momenti correlati di contrasto dell'approfittamento di vantaggio informativo: l'uno preventivo, l'altro repressivo".

²³ Per un approfondimento di quanto suddetto si rinvia, *ex multis*, a NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 587 ss.; FOFFANI L., *voce Abuso di informazioni privilegiate*, in PALAZZO F. C. – PALIERO C. E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, cit., 717.

²⁴ Tale assunto trova conferma in FOFFANI L., *voce Abuso di informazioni privilegiate*, in PALAZZO F. C. – PALIERO C. E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, cit., 717.

anche la conoscenza di dette informazioni può costituire un vantaggio informativo per i soggetti che vogliono operare sul mercato in relazione a determinati titoli.

In secondo luogo, in relazione al requisito dell'inerenza va effettuata un'altra specificazione. Tale elemento fa evidentemente perno sulla nozione di strumento finanziario; concetto quest'ultimo che si rivela di fondamentale importanza per l'economia della fattispecie di *Insider trading*, posto che da un lato delimita il requisito dell'inerenza e dall'altro costituisce l'oggetto materiale della condotta degli *insiders*²⁵.

La rilevanza di tale elemento per la fattispecie in esame è stata colta anche dal nostro legislatore, il quale con la riforma del 2005 ha elaborato un'apposita definizione di strumento finanziario valida per il comparto dei fenomeni di *Market abuse*²⁶. Alla definizione fornita dal Testo unico finanziario all'art. 1, co. 2 è stata affiancata quella dell'art. 180, co. 1, lett. a), dettata appositamente per le fattispecie di abuso del mercato²⁷.

Dall'ultimo articolo citato emerge come gli strumenti finanziari rilevanti per i fini che ci riguardano sono gli strumenti finanziari di cui all'art. 1, co. 2 t.u.f. ammessi (o in via di ammissione) alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese europeo o, comunque, qualsiasi altro strumento (anche diverso da quelli di cui all'art. 1, co. 2 t.u.f.).

Come si evince chiaramente dalla lettera dell'art. 181 t.u.f., inoltre, la notizia può riferirsi sia allo strumento finanziario che alla società che lo emette²⁸. In quest'ultimo caso, ovviamente, l'informazione rileverà quando atta ad influenzare, seppur in via indiretta, l'andamento dello strumento finanziario.

²⁵ Sottolinea l'importanza di tale concetto anche NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 587: "Il requisito fa perno su una nozione – quella di «strumento finanziario» - di centrale rilievo nell'economia della fattispecie, giacché, oltre a selezionare le notizie rilevanti, individua anche l'oggetto materiale della condotta di trading repressa".

²⁶ Si veda a tal proposito Capitolo IV, par. 5. Verrà messo in evidenza come la Commissione europea abbia sentito l'esigenza di intervenire nuovamente sul punto, stante l'innovazione delle tipologie di negoziazioni e di strumenti finanziari negoziabili.

²⁷ Per una chiara elencazione delle tipologie di strumenti finanziari rilevanti per il settore del *Market abuse* alla luce del combinato disposto degli artt. 1, co. 2 e 180, co. 1, lett. a) t.u.f., cfr. FOFFANI L., voce *Abuso di informazioni privilegiate*, in PALAZZO F. C. – PALIERO C. E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, cit., 715.

²⁸ A conferma si cfr. NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 588 ss.. L'Autore chiaramente specifica come "l'informazione privilegiata può riferirsi sia allo strumento finanziario che al soggetto che lo ha emesso: fermo restando che – stante il requisito della price sensitivity – la notizia relativa all'emittente in tanto rileva, in quanto si ripercuota sul titolo.

Forniti tali brevi riferimenti in relazione ai requisiti della non pubblicità e dell'inerenza a emittenti strumenti finanziari o a strumenti finanziari, si passerà ora a trattare del carattere preciso dell'informazione e della c.d. *price sensitivity*, approfondendo anche le problematiche sottese al concetto di "investitore ragionevole".

5. IL CARATTERE PRECISO DELL'INFORMAZIONE (CO. 3, ART. 181 T.U.F.)

A differenza di quanto detto per i due requisiti di cui *supra*, quelli della precisione e della *price sensitivity* sono sicuramente i due connotati più importanti dell'informazione privilegiata²⁹.

Il carattere preciso dell'informazione è definito al co. 3 dell'art. 181 t.u.f. ed è ricollegato a sua volta alla sussistenza di due "sottorequisiti", illustrati rispettivamente alle lettere a) e b) dello stesso comma³⁰. La precisione dell'informazione, in altri termini, viene definita sulla base di due fattori: l'esistenza di determinati fatti o circostanze e la specificità della notizia.

Il co. 3, lett. a) delinea il primo fattore e indica che l'informazione, per potersi dire precisa, deve riferirsi "ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente³¹ prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà"³².

Se ne deduce che l'informazione deve riguardare un fatto già accaduto o un evento che si verificherà. Questo porta ad escludere tutte quelle notizie che si sostanziano in

²⁹ Questo è confermato anche dall'intervento del legislatore comunitario che ha specificamente approfondito i requisiti in esame nelle Direttive di coordinamento.

³⁰ In relazione alla rilevanza del carattere preciso della notizia si rinvia a Trib. Milano, sez. II, 25 ottobre 2006, C. e altri, sentenza parzialmente edita in *Corr. Merito*, 2006, 767 ss. con nota di FOLADORE C.. Sul punto si veda anche BRUSEGAN C., *Problematiche in tema di insider trading nella recente giurisprudenza di merito e di legittimità*, in *Dialoghi del diritto, dell'avvocatura, della giurisdizione, Rivista trimestrale di giurisprudenza e informazione*, 2010, 2, 113.

³¹ Il riferimento alla ragionevolezza sembra essere molto caro al legislatore della riforma. Oltre a richiamarlo al succitato co. 3, lett. a) se ne serve anche al co. 4 del medesimo articolo. Si tratta di una scelta alquanto discutibile sotto il profilo della determinatezza. Capire quando sia ragionevole la previsione di un evento è un elemento evidentemente lasciato alla scelta dell'interprete. Si riporta, *ex multis*, l'opinione di NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 584, il quale sostiene che l'utilizzo dell'avverbo ragionevolmente "implica che la verifica" dell'evento finale deve "risultare, non semplicemente possibile, ma probabile: è, anzi, caratterizzata da un grado di probabilità apprezzabilmente elevato".

³² Come si avrà modo di mettere in evidenza nel prosieguo della trattazione, non rientrano nell'area di rilevanza dell'art. 181 t.u.f. le notizie non veritiere. Sul punto, brevemente, SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, cit., 17, il quale così si esprime: "[...] l'espresso riferimento a fatti oggettivamente accaduti [...] esclude dall'area delle informazioni tipiche le ipotesi di notizie false".

studi, rilevazioni, valutazioni o simili, oltre che le voci e le congetture non riconducibili a dati oggettivi e verificabili³³.

Le circostanze e gli eventi possono essere presenti o futuri. Non si esclude, infatti, che un evento futuro possa avere i requisiti richiesti per integrare il concetto in esame³⁴. In questo caso è necessario, comunque, che esso trovi radicamento nel presente. Siffatta affermazione viene suggerita dalla scelta di ancorare l'esistenza o la verifica dell'evento ad una ragionevole previsione.

A tal proposito va, inoltre, rilevato che spesso è proprio con riguardo agli eventi futuri che l'*insider* agisce. In tal modo, infatti, viene sicuramente sfruttato un vantaggio conoscitivo e il profitto, che si trarrà dall'operazione, di regola sarà maggiore³⁵.

Affinché la notizia possa dirsi precisa non sembra, quindi, essere necessaria la sussistenza di una stretta vicinanza temporale con l'evento³⁶.

Il co. 3, lett. b) delinea il secondo fattore che l'informazione deve avere per potersi definire precisa: la c.d. specificità della notizia. Essa deve essere

³³ In merito alle notizie di tal genere è necessario fare una precisazione. Chiaramente, come spiegato anche da FOFFANI L., voce *Abuso di informazioni privilegiate*, in PALAZZO F. C. – PALIERO C. E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, cit., 716, “sono [...] da escludersi dal novero delle informazioni privilegiate tutte quelle notizie troppo vaghe e non suffragate da dati oggettivi [...]”. Il problema si pone in relazione alla rilevanza di notizie frutto di studi o analisi riconducibili a dati oggettivi. Si fa riferimento, ad esempio, all'attività di rilevazione ed elaborazione effettuata da istituti di analisi e ricerca. Sul punto è intervenuta di recente la Corta d'Appello di Milano con sent. del 26 giugno 2011, la quale ha affermato che “costituisce un'informazione privilegiata la notizia dell'imminente pubblicazione di una ricerca su una società emittente azioni quotate contenente una specifica raccomandazione idonea, per l'autorevolezza della fonte, ad orientare il comportamento degli investitori incidendo sensibilmente sul prezzo delle azioni stesse [...]”. Si veda PARRELLA F., *E' informazione privilegiata la notizia dell'imminente pubblicazione di una ricerca “sensibile”*, in *Le Società*, 2012, 4, 417, il quale ha commentato la citata pronuncia. Si veda, inoltre, quanto detto in relazione agli analisti finanziari nell'ordinamento statunitense al Capitolo I, sez. I, par. 3.4.

³⁴ A conferma di quanto suesposto, si veda FOFFANI L., voce *Abuso di informazioni privilegiate*, in PALAZZO F. C. – PALIERO C. E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, cit., 716: “[...] anche un evento futuro può legittimamente essere oggetto di un'informazione privilegiata allorché sussista il requisito (peraltro non agevolmente verificabile) della «ragionevole» previsione di verifica. Mette in evidente aspetti problematici di tale requisito SGUBBI F., voce *Abusi di mercato*, cit., 16, il quale spiega che “[...] la figura dell'informazione sul futuro [...] rappresenta un elemento ad alto rischio di indeterminazione. È pur vero che il legislatore ha introdotto il parametro della ragionevole prevedibilità di fatti futuri, ma esso nel contesto in esame appare vago e in molti casi di difficile praticabilità”. Per un approfondimento sul punto cfr. AMATI E., *La disciplina degli abusi di mercato*, in INSOLERA G. (a cura di), *La legislazione penale compulsiva*, Padova, 2006, 207.

³⁵ Chiaramente in merito si esprime NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 584: “L'insider tende, difatti, ad anticipare il momento di «cristallizzazione» delle notizie, intervenendo sul mercato allorché la fattispecie è in via di completamento: strategia che offre maggiori garanzie di conservazione del vantaggio conoscitivo, amplificando altresì i margini di profitto”.

³⁶ Quanto suddetto viene confermato dalle parole di NAPOLEONI V., op. ult. cit., 585: “La «precisione» della notizia prescinde, di contro, dalla prossimità temporale dell'evento futuro”.

“sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell’evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari”³⁷.

Dalla seconda parte del co. 3 si desume, quindi, come possano dirsi tipiche solo quelle informazioni che consentono all’agente-investigatore di trarre dall’oggetto della notizia una valutazione sul possibile effetto che la diffusione della notizia potrà avere sui prezzi degli strumenti finanziari cui fa riferimento.

L’investitore deve poter confidare sul modo in cui l’informazione, una volta resa pubblica, influirà sul corso dello strumento finanziario.

Questo parrebbe significare, implicitamente, che la notizia deve essere tale da poter consentire all’investitore stesso un’operazione finanziaria in cui il rischio diviene decisamente basso.

È necessario tener presente, però, che il requisito della specificità se da un lato consente di ribadire quanto suddetto, ossia che non rientrano nell’alveo della tipicità le voci o i *rumors*, dall’altro potrebbe porre un problema di determinatezza della fattispecie di *Insider trading*.

Va rilevato, infatti, che nella prassi potrebbe non essere facile definire *ex ante* quali notizie consentano o meno di arrivare a trarre delle conclusioni attendibili sull’andamento dello strumento finanziario³⁸.

Sembrerebbe, quindi, emergere un problema di conoscibilità del precetto penale. Se è difficile stabilire quando delle notizie siano specifiche o meno nel senso suddetto, sarà altrettanto sfuggente all’investitore (poi, eventuale soggetto attivo dell’illecito) quando un’informazione possa dirsi privilegiata o meno. Tutto ciò pare scontrarsi

³⁷ Si veda, in merito, SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, cit., 15, che così scrive: “Riguardo al requisito della specificità, che figurava, pur se non esplicito, anche nelle precedenti normative, il dettato normativo si incentra sulla capacità dell’informazione di consentire un giudizio conclusivo circa l’incidenza, positiva o negativa, dell’evento o delle circostanze, di cui alla lett. a) del comma 3 dell’art. 181, sulle quotazioni”.

³⁸ Sul punto si veda MUCCIARELLI F., *Abuso di informazioni privilegiate*, cit., 1467, il quale sostiene che “potrà non essere agevole individuare *ex ante* il criterio discrezionale in forza del quale decidere se quella determinata notizia autorizza un giudizio conclusivo circa il segno (positivo o negativo) del fatto o delle circostanze di fatto (oggetto della notizia) in ordine al predetto prezzo dello strumento finanziario”. In merito alla difficoltà di definire i confini del requisito della precisione possono portarsi, a titolo esemplificativo, due casi concreti. Il Tribunale di Roma (sent. del 23 maggio 1996, in *Giur. comm.*, 1997, 207, con nota di GALLI S.) si è pronunciato in merito ad un caso di fusione per incorporazione, ritenendo che il progetto di fusione, pur non essendo completo, potesse integrare comunque i requisiti dell’informazione riservata. Si veda anche Trib. Siracusa, 10 aprile 1997, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1998, 320.

con il principio per cui una norma penale deve essere chiara nella sua formulazione, in modo tale da essere comprensibile alle persone alle quali si rivolge.

È, pertanto, discutibile in quest'ottica la tenuta della definizione fornita all'art. 181 t.u.f.; questione che, del resto, emerge anche in relazione ad altri elementi, come si avrà modo di vedere.

L'inafferrabilità del concetto di specificità sembra porre anche un problema di natura probatoria, dal momento che sarà altrettanto complesso indagare il profilo soggettivo del soggetto agente. Ci si chiede, cioè, se essendo l'informazione privilegiata un elemento della fattispecie di *Insider trading* e dovendo essere anch'essa coperta dal dolo del soggetto agente, il fatto che non sia facilmente determinabile a priori quando una notizia possa dirsi specifica possa influire in tal senso. Appare sicuramente difficile capire quando la volontà del soggetto agente si sia orientata nel senso dell'operazione finanziaria posta in essere sulla base di circostanze o eventi specifici.

Viene così confermato quanto accennato inizialmente, ossia un'evidente assenza di delimitazione dei confini di tale definizione che, conseguentemente, dà luogo a problemi di inafferrabilità del precetto penale.

6. LA PRICE SENSITIVITY (CO. 4, ART. 181 T.U.F.)

Il requisito della *price sensitivity* è probabilmente il più problematico sotto il profilo definitorio. Sembra essere, infatti, connotato da un alto coefficiente di indeterminatezza, cosa che lo rende passibile di molte notazioni critiche.

Il testo di legge al co. 4 dell'art. 181 t.u.f. fa riferimento ad un'informazione "che, se resa pubblica, potrebbe influire³⁹ in modo sensibile sui prezzi"⁴⁰. Il legislatore della

³⁹ In merito alla portata dell'inciso "potrebbe influire" si veda NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 588, che così sostiene: "Ad onta della voce verbale «potrebbe influire», deve ritenersi che la norma incriminatrice richieda una verifica di probabilità: la mera possibilità di una variazione sensibile non basta, anche se non occorre un grado di probabilità tanto elevato da lambire la certezza". D'opinione contraria è SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, cit., 19, il quale rileva "come la sostituzione del riferimento all'«idoneità», presente nelle precedenti normative, con la voce verbale «potrebbe influire», ampli inopportuna la portata della qualifica in esame, attribuendo rilievo anche alla semplice «possibilità di influire», non richiedendosi tuttora un giudizio di probabilità [...]".

⁴⁰ Già il legislatore del 1991 all'art. 2 della legge n. 157 richiedeva la sussistenza di tale requisito affinché un'informazione potesse dirsi privilegiata. Tale requisito è rimasto sostanzialmente invariato sia con l'intervento del 1998 che con quelli più recenti del 2005. Già nel vigore della prima versione, la dottrina aveva messo in evidenza il suo carattere indefinito, ritenendolo addirittura "sfuggente". Così si è espresso MUCCIARELLI F., *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995.

riforma del 2005 ha aggiunto a tale definizione (che fin dalle origini aveva connotato la nozione in esame) una locuzione diretta a specificare tale concetto, prevedendo che una notizia influisce sui prezzi quando “presumibilmente un investitore ragionevole” la “utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento”.

È stato introdotto, cioè, un ulteriore elemento che acuisce il senso di inafferrabilità del concetto di informazione privilegiata.

Per dar corpo a questo requisito bisogna, innanzitutto, capire quali notizie siano idonee ad influire sui prezzi degli strumenti finanziari e, in secondo luogo, quando l'influenza possa dirsi “sensibile”⁴¹.

In relazione alla capacità di una notizia di influire sui prezzi di uno strumento finanziario, va precisato brevemente che si è di fronte anche in questo caso ad un concetto difficilmente inquadrabile. I prezzi degli strumenti finanziari, infatti, sono legati nel loro andamento a fattori di svariata natura⁴². Potrebbe, quindi, essere arduo riuscire a determinare con un buon grado di vicinanza alla certezza quale notizia abbia influito in modo prevalente rispetto ad altre sull'andamento dei prezzi di un titolo.

A questo si deve aggiungere una considerazione di natura simile a quella già svolta in relazione al requisito della precisione. Si è già ricordato che l'elemento soggettivo dell'illecito deve ricoprire anche l'informazione privilegiata. Quindi, per valutare se un soggetto possa essere punibile *ex art. 184 t.u.f.*, bisognerebbe

⁴¹ Con estrema chiarezza NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 589, spiega come in tal modo sia stato introdotto “un elemento di selezione «quantitativa», ma a carattere indeterminato”. Sul punto, si riporta anche quanto enunciato da FOFFANI L., *voce Abuso di informazioni privilegiate*, in PALAZZO F. C. – PALIERO C. E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, cit., 716: “Poco prima del 2005 il requisito della *price sensitivity* era stato oggetto di una pronuncia della Corte Costituzionale [...]. Nella motivazione la Corte aveva affermato fra l'altro l'esigenza di ricorrere ad un criterio di carattere non numerico e percentualistico ai fini dell'individuazione della variazione sensibile. Sosteneva, infatti, la Corte che l'influenza sensibile è «strettamente correlata alle caratteristiche dello strumento finanziario al quale la notizia privilegiata si riferisce»; pertanto, «rispetto ad un titolo relativamente stabile [...] anche una variazione di pochi punti potrebbe essere considerata significativa; mentre rispetto ad uno strumento finanziario fisiologicamente soggetto ad oscillazioni, difficilmente si potrebbe giungere alle medesime conclusioni».”

⁴² In senso conforme, NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 589. Sul punto si veda anche Trib. di Roma, sez. VI pen., 20 dicembre 2011. Tale pronuncia, pur riferendosi ad un reato differente da quello oggetto del presente lavoro, contiene riferimenti a pratiche di mercato che possono influire sui prezzi degli strumenti finanziari.

dimostrare che egli aveva anche la consapevolezza della *price sensitivity* dell'informazione in suo possesso⁴³.

In tal modo si arriva a soggettivizzare al massimo grado questo requisito, che diviene oggetto di critiche proprio perché privo di riferimenti di natura oggettiva.

Per quel che riguarda, invece, l'influenza sensibile sull'andamento dei prezzi degli strumenti finanziari è necessario soffermarsi sul concetto di investitore ragionevole, del quale si darà conto nel paragrafo seguente.

6. 1. Il nuovo concetto di “investitore ragionevole”

Di particolare rilevanza è il concetto, anch'esso di nuovo conio, di investitore ragionevole⁴⁴. *Prima facie*, potrebbe definirsi tale il soggetto capace di elaborare in modo corretto le informazioni disponibili sul mercato.

Ciò non toglie che la scelta lessicale effettuata dal legislatore del 2005 è ritenuta infelice dalla dottrina quasi unanime. Nell'intento di conferire maggior determinatezza alla definizione di *price sensitivity*, è stato inserito questo riferimento che non solo non si è rivelato di aiuto all'interprete, ma anzi ha dato luogo ad un'estrema difficoltà definitoria⁴⁵.

⁴³ In merito alle modalità di valutazione della consapevolezza dell'agente, si esprime NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 588: “Trattandosi di pronosticare un evento futuro (l'influenza sensibile) come conseguenza di un antecedente noto, il relativo accertamento va pacificamente compiuto con valutazione ex ante, tenendo conto delle circostanze conosciute o conoscibili allorché l'operazione è stata realizzata, e trascurando quelle emerse solo a posteriori”. Cfr. anche SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, cit., 19, dove si legge che si tratta di “un giudizio concernente le possibilità di verificazione di un evento futuro (l'influenza sensibile sul prezzo) in conseguenza di un antecedente noto (l'informazione), il cui accertamento deve dunque avvenire in base allo schema della “prognosi postuma” elaborato in materia di delitto tentato”. In giurisprudenza, si v. Cass. pen., sez. V, 20 gennaio 2010, n. 8588.

⁴⁴ Anche prima della riforma del 2005, la norma penale di Abuso di informazioni privilegiate era discussa quanto a determinatezza del suo dettato. Mette in evidenza questa problematica e l'intento (discutibilmente realizzato) del legislatore della riforma, NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 589: “[...] parte della dottrina [...] era giunta alla conclusione che la norma incriminatrice di cui all'originario art. 180 t.u.f. violasse il principio di determinatezza della fattispecie penale (art. 25, 2° co., Cost.), rimettendo ad una valutazione intollerabilmente discrezionale del giudice l'identificazione dei fatti punibili. Nell'intento di superare simili sospetti, accrescendo «la certezza del diritto per i partecipanti al mercato», il nuovo art. 181, 4° co., t.u.f. reca ora una previsione «esplicativa» che fa riferimento all'investitore ragionevole. Sul problema della determinatezza in relazione al concetto di *price sensitivity*, si veda Corte Cost., 14 dicembre 2004, n. 382, in *Riv. tirm. dir. pen. ec.*, 2004, 1273.

⁴⁵ Per dovere di completezza, va precisato che il riferimento all'investitore ragionevole trova origine nella Dir. 2003/6/CE. La scelta di tale elemento, pertanto, non è imputabile al legislatore italiano, il quale si è limitato a riprodurre quanto indicato nel citato provvedimento comunitario. Sembra evidente, infatti, la matrice di *Common law* di tale nozione. Va rilevato, inoltre, che questo elemento viene richiamato anche nella definizione di informazione privilegiata contenuta nella nuova proposta di Regolamento elaborata dalla Commissione europea, della quale si tratterà al Capitolo IV.

Al giorno d'oggi, infatti, non è possibile ricondurre *ad unum* la figura dell'investitore, posto che i soggetti che operano sul mercato sono di molteplici tipologie. Fare, quindi, riferimento alla figura dell'"investitore ragionevole", come se potesse essere individuata una categoria unitaria, si è rivelata una scelta passibile di critiche⁴⁶ e pregevole di ambiguità.

Oltre alla difficoltà di individuare una categoria unitaria di investitore, torna il richiamo al concetto di ragionevolezza. Tale elemento si ripercuote ancora una volta sulla determinatezza del concetto di informazione privilegiata, arricchito di un'ulteriore connotazione soggettiva.

A ciò si aggiunge che l'aggettivo "ragionevole" è accompagnato dall'utilizzo dell'avverbio "presumibilmente". Alla lacuna creata dalla ragionevolezza dell'investitore se ne aggiunge un'altra: perché l'informazione integri il requisito in esame deve essere stata in via ipotetica uno degli elementi sui quali si è basata la scelta di investimento.

In tal modo sembra siano state introdotte all'interno di uno degli elementi descrittivi di una fattispecie due componenti valutative non riconducibili a dati oggettivi.

Non si è, infatti, in grado di ancorare questi fattori a situazioni effettivamente verificabili.

Ad accrescere ulteriormente l'indeterminatezza di questo requisito sta il fatto che l'informazione deve essere "uno" dei dati sui quali l'investitore basa la sua scelta⁴⁷. Si riduce in tal modo il grado di incidenza che l'informazione deve avere sul processo motivazionale dell'investitore ragionevole, svilendo ulteriormente la precisione che questo requisito normativo dovrebbe avere.

⁴⁶ In senso critico si esprime NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 589, il quale sostiene che "[...] la personalizzazione del tipo in un investitore «mediamente ragionevole» costituisce operazione dagli esiti largamente opinabili". Cfr. anche SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, cit., 20, secondo cui "[...] il criterio del *reasonable investor*, mutuato dall'esperienza giurisprudenziale statunitense, risulta innanzitutto poco attendibile perché dubbia è la stessa idea della razionalità delle scelte del risparmiatore; inoltre, e a parte ciò, appare estremamente complicato addivenire in concreto all'identificazione della categoria, data la varietà tipologica dei soggetti operanti nel mercato [...]"

⁴⁷ In tal senso, SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, cit., 21: "Si è, altresì, osservato che nella formula legislativa l'informazione rappresenta soltanto uno degli elementi fondanti le decisioni di investimento:[...] in tal modo si conferisce rilievo, ai fini dell'integrazione della fattispecie, anche a dati secondari". Sul punto si è espresso anche NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 589, il quale dopo essersi espresso in senso conforme sul punto, specifica che "al riguardo, soccorre però il verbo «fondare», il quale [...] postula, di per sé, una forte capacità orientativa".

CAPITOLO SECONDO

È d'uopo tener presente che le osservazioni critiche mosse alle scelte del legislatore del 2005 non sono basate solo sul dato formale, ma contemplano le ripercussioni che posso produrre sul piano sostanziale.

È stato già ribadito che l'informazione privilegiata ha una specifica valenza sul processo motivazionale del soggetto agente. Pertanto, se la notizia non si può considerare uno degli elementi che sarebbero stati alla base della decisione di un investitore tipo, si tratterebbe di un'informazione non privilegiata e, di conseguenza, irrilevante a fini repressivi⁴⁸.

In conclusione, da quanto detto finora è ben chiaro il ruolo svolto dal concetto di informazione privilegiata in relazione agli illeciti di *Insider trading*. Dopo aver illustrato i principali *vulnera* della definizione di cui all'art. 181 t.u.f. e le loro ripercussioni sulla fattispecie *de qua*, si darà conto nel prossimo Capitolo delle questioni che più da vicino attengono all'Abuso di informazioni privilegiate.

⁴⁸ Conferma quanto rilevato *supra*, Cass. pen., sez. V, 20 gennaio 2010, n. 8588. La Corte spiega come “il possesso dell'informazione è un presupposto della condotta, con riferimento al quale l'agente deve essere consapevole della sua connotazione privilegiata e della sua potenzialità modificativa, in termini sensibili, del prezzo dello strumento finanziario.”

CAPITOLO III

L'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE: ANALISI DELLA FATTISPECIE

SOMMARIO: 1. Cenni introduttivi – 2. Soggetti attivi dell'illecito – 2.1. Gli *insiders* societari e il primo nesso funzionale – 2.1.1. Gli azionisti dell'emittente – 2.2. Il secondo nesso funzionale: l'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio – 2.3. Il *criminal insider* (co. 2, art. 184 t.u.f.) – 3. Condotte punibili – 3.1. L'*Insider trading stricto sensu*: art. 184, co. 1, lett. a) – 3.1.1. Riflessioni in prospettiva *de iure condendo*: l'*Insider non trading* – 3.2. Il *Tipping*: art. 184, co. 1, lett. b) – 3.2.1. Le modalità di comunicazione dell'informazione: assenza di tipicità – 3.3. Correlazione fra la condotta di *Tipping* e quella di *Insider trading stricto sensu* – 3.4. Il *Tnyantage*: art. 184, co. 1, lett. c) – 3.4.1. L'inconfigurabilità della condotta omissiva di *Tnyantage* e l'invito ad astenersi – 3.4.2. Raccomandazione, induzione e comunicazione dell'informazione: un'ipotesi di possibile concorso di reati – 3.4.3. Considerazioni ulteriori in relazione al rapporto fra *Tipping* e *Tnyantage* – 4. Elemento soggettivo – 5. Momento consumativo e tentativo – 6. Apparato sanzionatorio – 7. L'illecito amministrativo di *Insider trading ex* art. 187 *bis* t.u.f. – 7.1. Illecito penale e amministrativo a confronto – 7.2. Gli *insiders* secondari: un'ipotesi di responsabilità esclusivamente amministrativa – 8. Ruolo e funzioni della Consob nei procedimenti inerenti agli illeciti di abuso informativo – 8.1. La figura della Consob dalla l. 157/1991 al Testo Unico Finanziario del 1998: cenni storici – 8.2. Le funzioni della Consob in rapporto agli illeciti di *Insider trading* nell'attuale Testo Unico Finanziario – 8.3. La costituzione di parte civile della Consob nei procedimenti penali inerenti al reato di Abuso di informazioni privilegiate – 8.3.1. Tipologie di danni risarcibili alla Consob – 8.4. La funzione paragiudiziale della Consob nei procedimenti amministrativi per Abuso di informazioni privilegiate

1. CENNI INTRODUTTIVI

Nei Capitoli precedenti si è cercato di ricostruire il sostrato sul quale poggia l'attuale normativa italiana in materia di Abuso di informazioni privilegiate.

Dopo aver illustrato l'approccio dell'ordinamento “madre” e l'evoluzione giurisprudenziale delle problematiche che hanno accompagnato questa fattispecie negli Stati Uniti d'America e aver trattato del concetto di informazione privilegiata, è necessario focalizzare l'attenzione sul cuore del problema.

Oggetto del presente Capitolo sarà, infatti, l'analisi della fattispecie così come attualmente disciplinata nel nostro ordinamento¹.

Si cercherà di approfondire gli aspetti maggiormente discussi, mettendo in evidenza eventuali risvolti problematici.

Si tratterà, poi, anche di alcuni argomenti correlati alla fattispecie stessa. Verrà toccata, seppur brevemente, la questione inerente al diverso ruolo che assume la

¹ È bene precisare che nel presente Capitolo non verrà fatto riferimento all'interesse tutelato dalla fattispecie in esame, essendo tale argomento già stato trattato in precedenza. Si veda a tal proposito Capitolo I, sez. I, par. 2.

Consob nei procedimenti penale e amministrativo per Abuso di informazioni privilegiate, dando conto dei rilievi critici già sollevati dalla dottrina.

2. SOGGETTI ATTIVI DELL'ILLECITO

È importante focalizzare l'attenzione su quella che è la disciplina attualmente vigente. Come si è già avuto modo di dire, la norma di primo riferimento è l'art. 184 t.u.f., così come modificato dalla l. 62/2005 (c.d. legge comunitaria 2004) e dalla l. 262/2005.

Innanzitutto, va sottolineato un dato di natura letterale. Anche se la norma citata prevede che sia punibile «chiunque», non ci si trova di fronte ad un reato a soggettività aperta. Si tratta, infatti, di un reato proprio²: è lo stesso art. 184 t.u.f. ai co. 1 e 2 a delineare i soggetti colpiti dal divieto.

Come sarà messo in evidenza nel seguito, mentre il co.1 dell'art. 184 t.u.f. ripercorre, per così dire, le orme delle precedenti normative in materia, il co. 2 del medesimo articolo introduce una nuova categoria di soggetti attivi.

Al fine di capire quale sia la soggettività cui si riferisce la norma in esame, è d'uopo ricordare che il legislatore del 2005 ha modificato il panorama previgente sotto due profili: in primo luogo, ha introdotto un ulteriore nesso funzionale (ossia l'inciso “in ragion della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente”) rispetto a quanto previsto dal vecchio art. 180 t.u.f.³; in secondo luogo, ha depenalizzato l'agire degli *insiders* secondari⁴, estromettendoli dalla

² Sul punto si veda GIANESIMI M., voce *Abuso di informazioni privilegiate*, in GAITO A. - RONCO M. (a cura di), *Codice ipertestuale – Leggi complementari*, cit., 2854 ss.. “La norma in oggetto esordisce utilizzando il classico «chiunque» ma l'esame dettagliato della strutturazione della fattispecie dimostra che le condotte descritte possono essere tenute solo da coloro che si trovino in possesso della informazione privilegiata in ragione di determinate qualità personali o dell'esercizio di determinate attività lavorative; non vi è dubbio quindi che si tratti di reato proprio”.

³ L'art. 180 t.u.f. vecchia formulazione prevedeva che fosse “punito [...] chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della partecipazione al capitale di una società, ovvero dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio [...]”.

⁴ Si veda il successivo par. 7.2. Per una breve notazione sul punto cfr. anche NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 592. “L'assetto soggettivo della fattispecie è stato peraltro rivoluzionato dalla legge n. 62/2005, in correlazione al «doppio binario» repressivo da essa inaugurato. Le sanzioni penali previste dal nuovo art. 184 t.u.f. risultano riservate, difatti, a categorie di soggetti qualificate sul piano del fisiologico contatto con l'informazione: ossia agli *insiders* primari. [...] La soluzione appare, nel complesso, equilibrata: si salvaguardano gli investitori dall'approfittamento di superiorità informative «incoltabili», comunque originatesi; ma si limitano le misure repressive più energiche e stigmatizzanti – quelle penali – alle fattispecie maggiormente pregne di disvalore”.

cerchia di soggetti attivi *ex art.* 184 t.u.f. il quale oggi fa riferimento solo ai c.d. *insiders* primari.

2. 1. Gli *insiders* societari e il primo nesso funzionale

Come già detto, il co. 1 dell'art. 184 t.u.f. rispecchia la disciplina previgente e delinea la categoria degli *insiders* societari.

Questa norma prevede due ordini di connessioni funzionali⁵ alla luce delle quali un soggetto detentore di un'informazione privilegiata viene colpito da sanzione penale, qualora ponga in essere una delle condotte elencate alle lettere a), b) e c) dello stesso co. 1.

È la qualità del soggetto attivo, la sua carica o funzione a rappresentare la ragione di ottenimento della notizia.

Entrambi i nessi causali, ai quali si fa riferimento, si ricollegano al concetto di possesso dell'informazione. Viene spiegato, cioè, quali ragioni fanno sì che il possesso dell'informazione sia da considerarsi privilegiato e, quindi, giustifichi l'applicazione della regola dell'astensione dall'utilizzo dell'informazione stessa.

Il primo nesso funzionale è dato da una qualifica soggettiva.

Si parla di membri degli organi di vertice della società emittente⁶. Questi soggetti, vengono definiti come *corporate insiders* o *insiders* istituzionali; essi sono parte della struttura organizzativa dell'emittente e costituiscono i destinatari più naturali del divieto di *Insider trading*⁷.

La norma si riferisce a tali soggetti sottolineando la loro relazione con la società emittente. Questo dato testuale sembrerebbe escludere la possibilità che essi siano

⁵ Specifica il concetto suesposto FOFFANI L., *voce Abuso di informazioni privilegiate*, in PALAZZO F. C. – PALIERO C. E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, cit., 719: “La pre-selezione dei potenziali destinatari dell'intervento penale avviene infatti sulla base del nesso causale che deve necessariamente legare la conoscenza dell'informazione privilegiata a determinate caratteristiche del soggetto attivo”. Ancora sul punto, SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, in *Enc. del diritto*, Milano, 2008, 4 ss.. “I soggetti attivi sono individuati dal legame intercorrente tra l'acquisizione dell'informazione privilegiata e la qualifica ricoperta o l'attività svolta. [...] Tale clausola – presente anche nelle previgenti normative – implica un vero e proprio collegamento strumentale tra la qualità rivestita o l'attività svolta e l'acquisizione della notizia, restando escluso dalla portata della norma il possesso meramente occasionato dalle medesime”.

⁶ Questo nesso è stato ritenuto superfluo da GIANESIMI M., *voce Abuso di informazioni privilegiate*, in GAITO A. - RONCO M. (a cura di), *Codice ipertestuale – Leggi complementari*, cit., 2854 ss., dal momento che l'accento alla seconda connessione causale “contenuto nell'ultima parte del 1° co. della norma in esame si sarebbe dimostrato ampiamente in grado di ricomprendere anche le condotte dei membri” degli organi di vertice.

⁷ Così si esprime NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 593.

punibili a titolo di *Insider trading* se l'informazione di cui abusano è una notizia proveniente da un'emittente diversa da quella cui essi stessi sono legati (c.d. *market information*). È necessario evidenziare come tale asserzione sia priva di fondamento⁸.

Appare evidente che, anche se si volesse seguire questa linea di pensiero, l'operare degli *insiders* istituzionali (che dovessero abusare di *market informations*) sarebbe, comunque, punibile: tali soggetti rientrerebbero nella seconda categoria di soggetti attivi, di cui si dirà a breve.

Si potrebbe facilmente sostenere, infatti, che essi siano venuti a conoscenza della notizia in forza del secondo nesso funzionale, ossia in ragione dello svolgimento dei loro compiti manageriali. Essi avrebbero, cioè, acquisito l'informazione in ragione della carica che rivestono⁹, rientrando in tal modo nell'area di operatività del divieto.

Sembra, quindi, infondato ritenere che il legislatore abbia operato la predetta restrizione sotto il profilo soggettivo¹⁰.

È evidente, dunque, come nel delineare il divieto *de quo* si faccia riferimento sia alle *corporate informations* che alle *market informations*, quali notizie passibili di illecito abuso da parte di un *insider* societario.

⁸ Va messo in evidenza come questo ragionamento non vale, invece, per gli azionisti. Il legislatore, infatti, specificando che la partecipazione deve essere al capitale dell'emittente, ha posto un limite. In questo senso cfr. SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, cit., 5. “[...] la limitazione deducibile dallo speculare riferimento all'emittente, del quale non si aveva traccia nelle legislazioni previgenti, risulta insuperabile. La posizione di socio non è infatti riconducibile all'esercizio di attività lavorative, professioni, funzioni o uffici, sicché oggi acquista rilievo solo l'abuso compiuto sulla base di informazioni attinenti all'emittente al cui capitale il soggetto partecipa”. In merito al rapporto fra *market informations* e *corporate informations* si veda anche quanto già detto al Capitolo II, par. 2 e par. 4.

⁹ Va tenuto presente che fra la prima categoria soggettiva e la seconda non vi è una netta linea di discriminazione. Infatti, un soggetto appartenente ad un organo di vertice della società a seconda che detenga e sfrutti un'informazione privilegiata proveniente dalla società cui appartiene o da un'altra emittente, con la quale è comunque in contatto, rientra rispettivamente nella prima o nella seconda categoria. Cfr. NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 594.

¹⁰ Di tale avviso è SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, cit., 5. L'Autore chiarisce che “l'ipotesi di un'opzione legislativa di restringimento dell'ambito applicativo del precetto, opzione per vero priva di giustificazione plausibile, cade in forza del richiamo finale, che non contiene specificazioni limitative, al possesso di informazioni privilegiate in ragione di una «funzione» o di un «ufficio», entro cui sono riconducibili i casi apparentemente non contemplati dalla disposizione: non v'è dubbio, infatti, che le cariche societarie costituiscono funzioni o uffici «privati», tant'è che nelle precedenti normative, i membri di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, benché non espressamente menzionati nelle disposizioni, rientravano senz'altro nel novero dei soggetti attivi grazie al generico richiamo all'«esercizio di una funzione o di un ufficio»”.

2. 1. 1. Gli azionisti dell'emittente

Il co. 1 dell'art. 184 t.u.f. individua un secondo gruppo di *insiders* costituito da quanti partecipano "al capitale dell'emittente"; tale ipotesi rientra sempre nella prima categoria, ma deve essere analizzata distintamente dall'ipotesi di cui si è detto al paragrafo precedente (membri dell'apparato gestionale della società).

Questa tipologia di soggetti attivi è data dagli azionisti dell'emittente, senza, però, che la norma faccia alcun riferimento ad una quota di capitale alla quale è riconnessa l'operatività del divieto stesso.

Stando alla *littera legis* sembrerebbero, quindi, ricompresi sia gli azionisti di maggioranza che i piccoli azionisti¹¹.

È opportuno, però, effettuare una distinzione. È evidente, infatti, come i ruoli di questi soggetti siano sostanzialmente differenti.

Gli azionisti di maggioranza godono di una posizione rilevante nell'assetto societario (basti pensare, ad esempio, al loro potere di nomina degli amministratori). Questo non avviene, invece, nel caso dei piccoli azionisti, i quali solitamente partecipano al capitale dell'emittente per meri fini di investimento, senza essere interessati all'assetto gestionale della società.

La differenza di posizioni fa sì che gli azionisti di maggioranza siano a stretto contatto con la vita della società e dispongano di molte possibilità per entrare in possesso di informazioni privilegiate; cosa che, invece, non accade per i piccoli azionisti.

Queste considerazioni sono destinate a rimanere meri spunti di riflessione, posto che il co. 1, art. 184 t.u.f. non effettua alcun cenno alla questione.

Inoltre, quella che potrebbe sembrare un'ingiusta disuguaglianza (derivante dall'eguaglianza di trattamento) è una situazione facilmente superabile.

Va tenuto presente, infatti, che anche per i soci è richiesta la sussistenza del nesso funzionale col possesso dell'informazione. Pertanto, che essi siano di maggioranza o di minoranza sarà, comunque, necessario dimostrare che è stata la posizione da essi rivestita a consentire loro di entrare in possesso dell'informazione.

¹¹ In senso critico si esprime NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 593: "La norma incriminatrice continua, peraltro, a prescindere dall'entità e dal tipo della partecipazione: sembrando riferirsi, così, anche ai titolari di frazioni insignificanti del capitale sociale o di azioni prive del diritto di voto [...]; soluzione parsa già in precedenza criticabile, dato che il piccolo azionista non ha maggiori possibilità di accesso a notizie non ancora divulgate rispetto ad un qualsiasi investitore estraneo".

Di conseguenza, i piccoli azionisti sono soggetti che sicuramente hanno meno contatto con la realtà societaria, ma hanno anche proporzionalmente meno possibilità di entrare in possesso di informazioni privilegiate in forza della loro posizione.

2. 2. Il secondo nesso funzionale: l'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio

La seconda relazione che giustifica il transito nell'area soggettivamente rilevante per l'illecito in esame richiama un concetto proprio dell'esperienza statunitense: la c.d. teoria del *temporary insider*¹².

Come già detto precedentemente, tale teoria fa riferimento a soggetti che, pur non appartenendo alla categoria degli *insiders* istituzionali, entrano in relazione con la società alla luce di ragioni di natura professionale, grazie alle quali possono arrivare a conoscere delle informazioni privilegiate¹³.

Un soggetto, che si trovi in un simile rapporto con la società e al quale vengano palesate delle informazioni privilegiate in forza di tale rapporto, porrebbe in essere una condotta punibile a titolo di *Insider trading* qualora abusasse, nei modi descritti dal legislatore, di tale vantaggio conoscitivo.

In questo modo il legislatore ha espresso la volontà di delineare chiaramente il discrimine fra soggettività attive rientranti nelle ipotesi di reato e quelle che, invece, non vi rientrano, definendo, come sopra esposto, quelli che sono i nessi causali che rendono un soggetto passibile di condanna a titolo di *Insider trading*.

2. 3. Il *criminal insider* (co. 2, art. 184 t.u.f.)

Una novità introdotta dalla riforma del 2005 è la creazione di una categoria di soggetti prima sconosciuta: i c.d. *criminal insiders*.

¹² Si veda a tal proposito Capitolo I, sez. I, par. 4.1.

¹³ A tal proposito cfr. GIANESIMI M., voce *Abuso di informazioni privilegiate*, in GAITO A. - RONCO M. (a cura di), *Codice ipertestuale – Leggi complementari*, cit., 2856: “Che sia rilevante dal punto di vista penale la posizione professionale e lavorativa di colui che viene in contatto con l'informazione privilegiata è ulteriormente dimostrato poi dalla introduzione della norma di cui all'art. 115 *bis* del T.u.f. [...] che prevede, da parte dell'emittente, l'istituzione e la tenuta di un registro delle persone che, in ragione della attività lavorativa o professionale, hanno accesso alle informazioni privilegiate di cui all'art. 114, 1° co., T.u.f.”. Cfr. anche FIECCONI F., *La nuova disciplina del market abuse. L'insider list: i suoi obiettivi e la valutazione dei suoi contenuti*, in *Corr. giur.*, 2006, 1768.

Il legislatore, in conformità alle indicazioni contenute nell'art. 2 della Direttiva n. 2003/6/CE, ha introdotto questa figura al co. 2 dell'art. 184 t.u.f..

Si fa riferimento a soggetti che si trovano in possesso di informazioni privilegiate “a motivo della preparazione o dell'esecuzione di attività delittuose”.

Come è evidente dal dettato normativo, si tratta di una categoria assolutamente eterogenea e non determinabile a priori per categorie di illeciti. Questo è dovuto al fatto che tale disposizione nasce per rispondere all'esigenza di contrastare fenomeni di matrice terroristica¹⁴.

La formulazione della norma, però, è alquanto vaga e non contiene alcun riferimento alla *ratio* ad essa sottesa: non vengono, cioè, menzionati in alcun modo i reati di terrorismo.

Per questo motivo, andando oltre quella che è stata la spinta del legislatore nel formulare il co. 2, questa previsione semba essere facilmente passibile di estensione. Potrebbero, cioè, dare luogo all'acquisizione di informazioni privilegiate attività delittuose di qualsiasi genere.

Inoltre, quest'ipotesi si riferisce sia ai casi in cui “l'informazione privilegiata posseduta e utilizzata dal soggetto nel mercato risulti collegata alla stessa attività delittuosa, nel senso di coincidere col proposito di realizzarla o col suo contenuto realizzato”¹⁵, sia ai casi in cui il compimento del delitto rappresenta solo lo strumento per il tramite del quale si acquisisce l'informazione privilegiata.

¹⁴ In merito cfr. NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 594: “Come risulta anche dal considerando n. 14 della Direttiva 2003/6/CE, la previsione trova la sua matrice in preoccupazioni legate alla lotta al terrorismo, emerse dopo gli eventi dell'11 settembre 2001: le azioni terroristiche sono idonee, infatti, a provocare modificazioni rilevanti delle quotazioni, generando così informazioni la cui conoscenza anticipata, da parte di chi progetta le azioni stesse, è utilizzabile sul mercato per conseguire profitti e finanziare, quindi, ulteriori attività terroristiche”. Ancora, SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, cit., 7 secondo cui questa disposizione “pare riferirsi innanzitutto alle condotte di insider trading compiute dal soggetto che sta predisponendo un attentato terroristico o sta per darvi esecuzione, e che proprio per tale ragione viene a trovarsi in possesso di un'informazione privilegiata afferente l'attività delittuosa. La formula normativa utilizzata consente tuttavia, data la relativa ampiezza, di orientare il raggio applicativo della fattispecie ben al di là della matrice storica poc'anzi richiamata. E così, qualsivoglia condotta integrante un delitto o preparatoria di questo potrà acquisire rilevanza ai fini di essa”.

¹⁵ Così, SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, cit., 7 ss..

Appare, quindi, evidente quanto preliminarmente accennato. Rispetto alla precedente tradizione normativa in materia è stata introdotta un'innovazione quanto ai soggetti attivi¹⁶. Cambia, infatti, l'ottica che giustifica e sorregge la repressione. Mentre al co. 1 la *ratio* giustificatrice può essere genericamente ricondotta all'abuso di posizione, nel caso considerato dal co. 2 essa è differente. Rientra nel più ampio schema di norme preordinate ad evitare i fenomeni terroristici ed è diretta a far sì che le organizzazioni terroristiche stesse non si autofinanzino con attività criminose (fra le quali potrebbe rientrare, appunto, l'*Insider trading*).

3. CONDOTTE PUNIBILI

L'art. 184 t.u.f al co. 1, oltre a dar conto dei soggetti attivi del reato, delinea le condotte punibili. Più precisamente prevede tre modalità esecutive della fattispecie alle lettere a), b) e c).

Per quanto attiene alla descrizione delle condotte il legislatore del 2005 non ha apportato modifiche di rilevante entità a quella che era la struttura previgente. Si procederà, quindi, ad analizzare singolarmente le tre ipotesi previste e a mettere in evidenza eventuali differenze con quanto previsto *ante* riforma.

3. 1. L'*Insider trading stricto sensu*: art. 184, co. 1, lett. a)

La prima modalità esecutiva è descritta dal co. 1, lett. a) e riguarda il c.d. commercio degli iniziati. Si tratta della condotta di *Insider trading stricto sensu* intesa.

Viene delineata l'ipotesi di acquisto, vendita o compimento di altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari in forza dell'utilizzazione di informazioni privilegiate: è creato, così, un divieto relativo alle operazioni su strumenti finanziari.

Le prime osservazioni che si possono svolgere sono dirette ad evidenziare le modifiche apportate dal legislatore rispetto alla fattispecie prevista dall'art. 180 t.u.f. vecchia formulazione. Gli interventi sono stati di due tipi.

In primo luogo, è stato sostituito l'inciso "anche per interposta persona" con l'attuale e corrispondente "direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di

¹⁶ Si veda sul punto, NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 594 secondo cui la disposizione contenuta nel co. 2 dell'art. 184 t.u.f. "colma una lacuna della disciplina anteriore, sia pure a sprezzo di spezzare il *fil rouge* che collega la fattispecie sul piano soggettivo[...]"

terzi”¹⁷. Questa modifica pare aver dato luogo ad un ampliamento dell’operatività della fattispecie. In questo modo, infatti, vengono ricomprese nella condotta in esame più ipotesi: *in primis* le operazioni su strumenti finanziari poste in essere dall’*insider* (avvalendosi eventualmente della collaborazione di terzi¹⁸) per procurare direttamente a se stesso un vantaggio; in secondo luogo, le operazioni realizzate “indirettamente”; infine, le operazioni realizzate “per conto di terzi”, ossia le transazioni compiute dall’*insider* nell’interesse di un altro soggetto, nella cui sfera patrimoniale ricadono i benefici dell’operazione stessa.

La seconda modifica apportata al testo previgente è data dalla sostituzione dell’espressione “avvalendosi” con il verbo “utilizzando”¹⁹.

Questo intervento di natura lessicale non sembra aver determinato un cambiamento strutturale; va, però, rilevata una sfumatura di significato diversa. Questa variazione avrebbe evidenziato maggiormente il nesso intercorrente fra l’informazione e la condotta dell’autore del reato.

Il verbo utilizzare, infatti, ha una connotazione più forte rispetto a quella del verbo avvalersi. Mentre in precedenza sembrava sufficiente una contestualità di tipo cronologico fra il possesso dell’informazione e la transazione posta in essere dall’*insider*, oggi pare richiesto un *quid pluris*. Si ritiene che debba sussistere un nesso causale più forte, rispetto al passato, fra il possesso dell’informazione e l’agire dell’*insider*: il possesso dell’informazione deve aver spinto l’*insider* stesso a porre in essere l’operazione²⁰.

¹⁷ L’utilizzo dell’avverbio “indirettamente” richiama il concetto dell’interposizione di persona, espressamente previsto nella vecchia formulazione della norma. In merito cfr. SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, cit., 8, secondo cui “mentre la precedente clausola si riferiva a qualsiasi situazione interpositiva per mezzo della quale il soggetto su cui gravava l’inibizione dissimulava la riconducibilità a se medesimo dell’operazione, la attuale clausola, da un lato, concerne ogni tipologia di collegamento tra costui e chi compie l’operazione, dall’altro lato, ha riguardo non soltanto ai negozi i cui effetti economici ricadono (pur in via indiretta) sul soggetto inibito, ma anche a quelli posti in essere indirettamente da quest’ultimo e per conto di un altro soggetto non raggiunto dai divieti operativi, nella cui sfera patrimoniale gli effetti economici dell’operazione sono diretti a ricadere”.

¹⁸ Va tenuto in considerazione che tali soggetti potrebbero rispondere dell’illecito amministrativo di Abuso di informazioni privilegiate. Sul punto si veda GIANESIMI M., *voce Abuso di informazioni privilegiate*, in GAITO A. - RONCO M. (a cura di), *Codice ipertestuale – Leggi complementari*, cit., 2854 ss., dove l’Autore illustra che si tratta di “[...] terzi estranei [...] ai divieti operativi e che, se consapevoli del carattere privilegiato dell’informazione, risponderanno del solo illecito di cui all’art. 187 bis”.

¹⁹ In merito al verbo “utilizzare” e all’interpretazione fornita dalla Corte di Giustizia della Comunità Europea in merito alla sua portata, si veda Capitolo IV, par. 2.

²⁰ In merito agli effetti conseguenti alla modifica semantica effettuata dal legislatore del 2005, si cfr. GIANESIMI M., *voce Abuso di informazioni privilegiate*, op. ult. cit., 2854, dove si spiega che: “L’uso poi del gerundio «utilizzando» (in luogo del precedente «avvalendosi») ha indotto la dottrina a rilevare

Si tratta di un nesso difficile da cogliere e che, di conseguenza, comporta dei problemi sul piano probatorio. Per superare tale ostacolo la dottrina propone di servirsi del criterio della *condicio sine qua non*: attraverso un meccanismo di valutazione *ex post* si cercherà di capire se il possesso dell'informazione privilegiata ha inciso in modo determinante o meno sul processo decisionale del soggetto agente²¹.

Le difficoltà probatorie vengono, comunque, attenuate dal fatto che spesso sono le circostanze in cui il fatto si è svolto e le regole di esperienza a mettere in evidenza la sussistenza del nesso in esame²².

Va, poi, ricordato che, appartenendo tale ipotesi alla categoria dei reati di pericolo, la fattispecie deve ritenersi integrata a prescindere dall'effettivo conseguimento di un profitto²³, elemento che rileverà eventualmente solo a titolo di aggravante ai sensi del co. 3 dell'art. 184 t.u.f..

3. 1. 1. Riflessioni in prospettiva *de iure condendo*: l'*Insider non trading*

In merito alla prima condotta di Abuso di informazioni privilegiate è necessario fare un'ultima precisazione.

Il legislatore italiano, fin dalla prima formulazione della fattispecie, ha delineato una condotta esclusivamente attiva. Stando al dato normativo, infatti, non può essere ammessa la punibilità a titolo di *Insider trading* per omissione.

come vi debba essere un rapporto causale specifico fra il possesso dell'informazione privilegiata e il suo utilizzo nel senso che il possesso dell'informazione deve entrare, nel processo di motivazione che ha indotto l'agente alla operazione, come elemento causante di prima rilevanza". In proposito si veda anche NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 596.

²¹ Richiama la teoria della *condicio sine qua non* NAPOLEONI V., op. ult. cit., 596. L'Autore spiega come "il metodo di verifica del requisito in questione consiste, dunque, nell'eliminazione ipotetica del possesso dell'informazione privilegiata in capo all'agente: non vi è «utilizzazione» della conoscenza *inside* se, anche in difetto di essa, il suo depositario avrebbe ugualmente compiuto la medesima operazione".

²² Mette chiaramente in evidenza come spesso sia la prassi stessa a soccorrere le esigenze probatorie NAPOLEONI V., op. ult. cit., 596, il quale così si esprime: "Le difficoltà di prova dell'anzidetto collegamento motivazionale – pur innegabili – non vanno d'altro canto sopravvalutate: giacché il più delle volte la relativa dimostrazione potrà essere tratta, in base a regole di esperienza, dal complesso delle circostanze di fatto [...]. Si può ammettere, inoltre, che il possesso di una informazione privilegiata generi una *praesumptio hominis* di utilizzazione, ove non emergano motivazioni «autosufficienti» dell'operazione compiuta sui titoli cui l'informazione si riferisce".

²³ Brevemente, sulla mancata necessità del conseguimento di un effettivo profitto, SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, cit., 9 secondo cui: "Il reato si consuma nel momento e nel luogo in cui la negoziazione è conclusa[...]. Si prescinde, dunque, dal conseguimento del profitto da parte dell'*insider*, quale effetto della preveduta modificazione delle quotazioni: la fattispecie si configura anche allorquando la pubblicazione della notizia non produca alcun effetto sul prezzo degli strumenti finanziari (o produca un effetto contrario a quello preventivato dall'agente)".

Ad avviso di chi scrive²⁴, però, la questione non deve ridursi ad una mera valutazione del dato legislativo.

In altri termini, ci si chiede se si possa configurare un'ipotesi omissiva di *Insider trading* nel caso in cui, ad esempio, un soggetto detenga già dei titoli di una determinata emittente e sia intenzionato a venderli; ottenga, poi, un'informazione privilegiata dalla quale deduce che il valore dei suoi titoli è destinato a salire notevolmente, scegliendo così di posticipare la sua decisione di vendita.

Il possesso dell'informazione privilegiata verrebbe in tal modo comunque sfruttato, anche se lo sfruttamento stesso consisterebbe nel mancato compimento di un'operazione su strumenti finanziari.

Pur partendo dall'assunto incontrovertibile che per quanto riguarda le ipotesi omissive (c.d. *Insider non trading*) sussiste sempre il rischio di porre in essere un processo alle intenzioni, non si ritiene che solo per questo motivo tali ipotesi vadano escluse a priori dall'area della rilevanza penale.

Soprattutto, volendo ragionare in termini di disvalore del fatto, l'ipotesi omissiva si avvicina di molto a quella commissiva. Ritenendo non punibile la prima potrebbe ingenerarsi una disparità di trattamento basata su mere circostanze di fatto.

Riprendendo l'esempio citato, infatti, un altro soggetto *insider*, che non è già in possesso di quei titoli e, ricevuta la medesima notizia privilegiata, la sfrutti (ponendo in essere operazioni su tali strumenti finanziari), sarebbe ritenuto punibile.

Ciò che motiva e sorregge queste due scelte è il possesso della stessa informazione privilegiata, associato alla volontà di trarre da essa un profitto. Il disvalore insito nel comportamento dell'*insider* detentore dell'informazione sarebbe il medesimo, così come la lesione del bene giuridico tutelato dalla norma. In entrambi i casi, infatti, il possesso dell'informazione andrebbe ad alterare l'agire del soggetto sul mercato.

²⁴ Per un'opinione in senso contrario, si veda NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 596 ad avviso del quale: "La condotta integrativa del delitto ha carattere esclusivamente attivo, onde resta irrilevante il cosiddetto *insider non trading*, ossia l'astensione dell'operazione, suggerita dall'informazione *inside*. Non si tratta di una lacuna, ma di un limite naturale alla disciplina penalistica del fenomeno: a prescindere, infatti, dalla problematicità della prova dell'incidenza della notizia su un contegno omissivo, la criminalizzazione dell'*insider non trading* sottoporrebbe ad inaccettabile tensione il principio di materialità del reato, prefigurando una reazione punitiva ad una risoluzione che può restare meramente interna alla sfera psichica del soggetto". Ancora, NAPOLEONI V., *L'insider trading*, in SANTORIELLO C. (a cura di), *La disciplina penale dell'economia – Società, fallimento, finanza*, Torino, I, 2008, 714.

Si ritiene, dunque, che questa problematica meriterebbe più attenzione da parte del legislatore in prospettiva *de iure condendo*²⁵.

Per il momento, non essendoci alcun riferimento in tal senso nel nostro ordinamento e dovendoci limitare al dato normativo esistente, dal quale non si può prescindere, va esclusa la possibilità di ammettere una punibilità a titolo di *Insider non trading*.

3. 2. Il *Tipping*: art. 184, co. 1, lett. b)

Per quanto riguarda le altre due modalità esecutive della condotta di *Insider trading*, va subito messo in evidenza che l'art. 180 t.u.f vecchia formulazione²⁶ accorpava in sé quelle che attualmente sono le lett. b) e c) dell'art. 184, co. 1 t.u.f..

Nel prevedere due ipotesi distinte, il legislatore del 2005 ha utilizzato una terminologia differente.

Bisogna, quindi, capire se questo lavoro di riforma ha modificato sostanzialmente la struttura delle condotte punibili ed eventualmente in che termini.

L'attuale lett. b) disciplina la condotta di c.d. *tipping*. Viene punita, cioè, la comunicazione a terzi dell'informazione privilegiata che un soggetto *insider* possiede. A tale condotta viene affiancato un elemento nuovo, che potrebbe assumere il ruolo di causa di giustificazione²⁷: è previsto che la comunicazione non sia punita se rientra nello svolgimento dell'attività professionale o, meglio, se viene effettuata all'interno del "normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio"²⁸.

²⁵ È bene tener presente questo problema non solo per le esigenze suesposte, ma anche perché una recente Proposta di Direttiva europea sulla repressione dei fenomeni di *Insider trading* contempla fra le condotte da reprimere anche quella che si traduce nell'"annullare o modificare un ordine concernente uno strumento finanziario cui le informazioni si riferiscono se tale ordine è stato effettuato prima di entrare in possesso delle informazioni privilegiate" (così art. 3, lett. b) della "Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa alle sanzioni penali in caso di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato", Bruxelles 20.10.2011 – COM(2011) 654 definitivo – 2011/0297 (COD), della Commissione Europea). Nello stesso senso muove anche la correlata Proposta di Regolamento. Per un approfondimento sul punto si veda Capitolo IV, par. 5.1 e par. 7.2.

²⁶ Così recitava l'art. 180, co. 1, lett. b) t.u.f. vecchia formulazione: "senza giustificato motivo, dà comunicazione delle informazioni, ovvero consiglia ad altri, sulla base di esse, il compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a)".

²⁷ A conferma di ciò si cfr. GIANESIMI M., voce *Abuso di informazioni privilegiate*, in GAITO A. - RONCO M. (a cura di), *Codice ipertestuale – Leggi complementari*, cit., 2854, dove l'Autore così si esprime: "Si è osservato che l'inserimento come requisito di fattispecie della estraneità della comunicazione al normale esercizio del lavoro ecc., ha determinato l'onere per l'accusa di dimostrare che la comunicazione stessa è avvenuta nelle condizioni di violazione del dovere di segretezza[...]". Sul punto si veda anche NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 598.

²⁸ Si noti come vengono testualmente riprese le parole utilizzate nella descrizione della seconda tipologia di soggetti attivi. Questo riconferma quanto detto in precedenza sulla valenza onnicomprensiva di questa formula.

Questo inciso, derivante dalla normativa comunitaria, è più dettagliato rispetto alla precedente formulazione “senza giustificato motivo”.

Va precisato che il divieto non riguarda gli scambi di informazioni connaturati alla corretta gestione di una società²⁹. Ovviamente tali comunicazioni non rientrerebbero nell'area della rilevanza penale, anche se il legislatore non avesse provveduto ad inserire l'inciso in esame.

Altro dato di non poco rilievo è il fatto che questa fattispecie sembra modificare l'ampiezza della sua area di operatività a seconda di che interpretazione si vuole attribuire all'aggettivo “normale”³⁰. Si tratta, infatti, di un elemento non connotato da un alto grado di certezza e che, pertanto, può essere soggetto a critiche quanto a determinatezza.

Non pare possibile, infatti, prestabilire un canone di normalità, tanto più se si considera la vastità delle situazioni che questa norma astrattamente può coinvolgere. Accoglie al suo interno una soggettività attiva molto differenziata, spaziando dall'azionista al *criminal insider*; inoltre, si fa riferimento a realtà societarie diverse, dalla singola società alla complessa realtà del gruppo societario.

Già da questi elementi si capisce come non si possa canonizzare un concetto di normalità che possa andar bene in tutte le ipotesi abbracciate dalla fattispecie *de qua*.

Da questa indeterminatezza discenderà in capo al giudice un ampio potere discrezionale, sintomo di non apprezzabile tecnica legislativa.

3. 2. 1. Le modalità di comunicazione dell'informazione: assenza di tipicità

In relazione al c.d. *tipping* è opportuno effettuare una precisazione in merito alla realizzazione di tale condotta.

Il legislatore, infatti, fa riferimento alla comunicazione dell'informazione senza, però, tipizzarne le modalità: la comunicazione, cioè, può avvenire in qualsiasi modo.

²⁹ Situazioni più complesse potrebbero sorgere in ambito di relazioni infragruppo. Cfr. sul punto NAPOLEONI V., op. ult. cit., 598 ss..

³⁰ Si esprime sulla portata dell'aggettivo in commento Corte di Giustizia della Comunità Europea, 22 novembre 2005, C-384/02, in *Dir. e giust.*, 2005, 47, 92. La Corte stessa “dà un'interpretazione fortemente restrittiva della clausola, esigendo che ricorrano cumulativamente due requisiti: la comunicazione deve avvenire in funzione dell'attività; e in più, in senso ulteriormente limitativo, deve risultare strettamente necessaria all'esercizio della stessa.”. Così SGUBBI F., voce *Abusi di mercato*, cit., 11, il quale commenta la predetta pronuncia e scrive che “la minore o maggiore ampiezza di quest'area dipende dall'interpretazione che si fornisce dell'aggettivo “normale”: parametro, quello della normalità, che va ad aggiungersi agli elementi di fattispecie a rischio di indeterminatezza [...]”.

Inoltre, essa può essere rivolta ad un unico soggetto o a più persone, con l'ovvio limite che non può trattarsi di una comunicazione che arrivi ad integrare il concetto di divulgazione. In tale ultimo caso, infatti, non si potrebbe più parlare di *Insider trading*, non essendoci più alcuna informazione privilegiata³¹.

Va notato, poi, come questa seconda modalità esecutiva del reato sia chiara espressione della problematica attinente ai doveri di segretezza. Presupposto logico affinché si possa integrare quest'ipotesi è la sussistenza di un dovere di segretezza, in capo al soggetto che si trova in possesso di un'informazione privilegiata³².

Basandosi su questa ricostruzione logica, affinché sia posta in essere la condotta *ex co.* 1, lett. b) non è necessario che il terzo, ricevente l'informazione, la utilizzi. Il dovere di astensione, infatti, si considera già violato nel momento in cui la comunicazione viene effettuata.

Pertanto, ai fini della punibilità del soggetto gravato dal dovere di segretezza non rileva un eventuale utilizzo successivo dell'informazione da parte del soggetto al quale l'informazione è stata trasmessa. Questo perché, come si è detto, la violazione si è già realizzata nel momento stesso della comunicazione.

Il fatto che l'informazione venga utilizzata dal soggetto che riceve la comunicazione potrà assumere valore in sede di illecito amministrativo. Tale soggetto, infatti, potrebbe rientrare nella categoria dei c.d. *insiders* secondari, i comportamenti dei quali, *post* riforma del 2005, possono essere perseguiti solo in sede amministrativa³³.

Tornando alle modalità di comunicazione, non viene considerato nemmeno il motivo che spinge il soggetto in possesso dell'informazione a renderla nota a terzi.

³¹ In senso conforme, NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 598, secondo cui “la comunicazione tipica – effettuabile con qualunque mezzo (parola, scritto, messaggio informatico, ecc.), anche indiretto (rivelazione della password di un computer, dal quale potrà essere attinta la notizia) – può andare a beneficio di una sola o anche di più persone, sempre che il numero dei destinatari resti ragionevolmente limitato: giacché, se essa assumesse i tratti della diffusione fra il pubblico, l'informazione perderebbe il suo carattere «privilegiato»”. In tal senso cfr. anche SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, cit., 10, che così si esprime: “I beneficiari della comunicazione possono anche essere più persone, sempre che non si abbia una diffusione fra il pubblico, ipotesi in cui l'informazione perderebbe il proprio carattere «privilegiato»”.

³² Viene ipotizzata la sussistenza di un dovere di segretezza in capo al soggetto agente da GIANESIMI M., *voce Abuso di informazioni privilegiate*, in GAITO A. - RONCO M. (a cura di), *Codice ipertestuale – Leggi complementari*, cit., 2854, il quale sostiene che “[...] la comunicazione della informazione privilegiata a terzi si sostanzia quindi in una sorta di violazione di un dovere di segretezza in cui si trovano ad operare coloro che, come gli “*insiders* primari”, sono in contatto con un patrimonio informativo sensibile”.

³³ Si veda il successivo par. 7.2.

Non è richiesto uno scopo preciso né è previsto che il soggetto tragga un vantaggio economico, o di altra natura, dalla comunicazione stessa.

Si evince, quindi, quanto sostenuto inizialmente: il legislatore italiano nel codificare la condotta di *tipping* si è limitato a dettarne la repressione, senza soffermarsi sulla tipizzazione delle modalità di comunicazione.

La scelta di evitare un'opera definitoria in tal senso si rivela appropriata, posto che qualunque tentativo in tal senso si sarebbe rivelato un inutile limite all'operatività della norma.

3. 3. Correlazione fra la condotta di *Tipping* e quella di *Insider trading stricto sensu*

Quanto detto fin ora impone di effettuare una considerazione sulla tecnica legislativa utilizzata dal legislatore del 2005 nella costruzione complessiva di questa fattispecie.

La criminalizzazione del *tipping*, infatti, non è da tenere separata dall'ipotesi principe *ex co. 1, lett. a)*. Esse risultano strettamente connesse fra loro.

Pur presentando delle differenze in punto di realizzazione, rientrano entrambe in un unico disegno di prevenzione e repressione del fenomeno.

Utilizzando uno schema matematico, si potrebbe dire che la condotta di *tipping* sta a quella di *Insider trading stricto sensu* come la prevenzione sta alla repressione. Mentre, infatti, nel caso di cui al *co. 1, lett. a)*, art. 184 t.u.f. il soggetto agente realizzando un'operazione finanziaria in forza di un'informazione privilegiata, di cui già dispone, pone in essere un comportamento direttamente lesivo del bene giuridico tutelato, nel caso di cui al *co. 1, lett. b)* del medesimo articolo la situazione è differente.

Il soggetto che detiene l'informazione privilegiata comunica a terzi la notizia stessa andando ad accrescere il numero di soggetti che potenzialmente potrebbero agire sul mercato in modo da alterarne il corretto funzionamento.

Per questo motivo, si può affermare che alla condotta di *tipping* è sottesa una finalità preventiva³⁴. La scelta di voler predisporre un tale divieto è espressione della volontà di ridurre le possibilità di realizzazione della condotta principale. È, infatti, solo tale

³⁴ Di tale avviso è NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 598: “La fattispecie criminosa assolve, in tal ottica, ad una funzione spiccatamente preventiva rispetto al divieto-cardine di utilizzazione (reato ostacolo) [...]”.

modalità esecutiva che va effettivamente ad alterare il corretto andamento del mercato.

Invero, meno persone dispongono di informazioni privilegiate, meno possibilità ci sono che queste ultime vengano sfruttate, andando ad alterare gli equilibri di mercato. Quello che si vuole evitare, quindi, è l'incrementarsi del fenomeno della *selective disclosure*³⁵, il quale costituisce una base fertile per il proliferare di comportamenti di abuso informativo.

3. 4. Il *Tuyantage*: art. 184, co. 1, lett. c)

Il legislatore del 2005, rifacendosi alle previsioni della Direttiva 2003/6/CE, ha modificato la normativa previgente, scorporando il dettato del vecchio art. 180 t.u.f. e introducendo così una terza modalità esecutiva in relazione al reato di Abuso di informazioni privilegiate: il c.d. *tuyantage*.

Inoltre, è stata apportata un'ulteriore modifica all'art. 180 t.u.f vecchia formulazione. Tale articolo puniva l'ipotesi in cui veniva consigliato il compimento di operazioni su strumenti finanziari sulla base di informazioni privilegiate.

Attualmente, invece, è stata delineata un'ipotesi più articolata: si reprime la raccomandazione o l'induzione di terzi, sulla base di informazioni privilegiate, al compimento di taluna delle operazioni indicate alla lett. a), co.1, art. 184 t.u.f..

Da questi brevi cenni si evince come sia mutato il quadro normativo di riferimento. I verbi raccomandare e indurre, infatti, hanno una valenza semantica molto più marcata rispetto al consiglio, indicando delle condotte ben più pregnanti.

La raccomandazione sembra, infatti, richiedere un maggior grado di coinvolgimento da parte del soggetto che detiene l'informazione privilegiata.

Sembra esserci una scala crescente di persuasività: il consiglio può essere integrato dallo scambio di parole; la raccomandazione pare presupporre un qualcosa in più; per

³⁵ Si esprime chiaramente sul punto NAPOLEONI V., op. ult. cit., 598, il quale afferma che “vietando la comunicazione, la norma incriminatrice non intende certamente paralizzare l'obbligo di informazione continua del mercato, sancito dall'art. 114 t.u.f.: quel che si proibisce è la *selective disclosure*, atta ad incrementare la compagine delle persone che possono operare in condizione di vantaggio conoscitivo e, con essa, il rischio di uno sfruttamento dell'informazione”.

finire, l'induzione esige una sorta di pressione psicologica³⁶, un'istigazione allo sfruttamento, senza trasmissione del privilegio conoscitivo.

3. 4. 1. L'inconfigurabilità della condotta omissiva di *Tuyautage* e l'invito ad astenersi

Così come già rilevato in merito all'*Insider non trading stricto sensu*, possono essere svolte considerazioni simili anche per l'ipotesi in questione.

Anche in questo caso è evidente come il legislatore abbia previsto solo una condotta attiva, cosa che porta ad escludere la configurabilità della repressione penale in caso di mancata raccomandazione/induzione a compiere un'operazione finanziaria.

Ovvio è che, a differenza del'*Insider non trading stricto sensu*, in relazione a quest'ipotesi non si può parlare di vera e propria condotta omissiva: essa non accedrebbe per sua stessa natura alla sfera del penalmente rilevante.

L'omessa raccomandazione/induzione è ciò che il legislatore stesso si auspica avvenga.

Pertanto, più che in relazione all'ipotesi omissiva di *tuyautage*, possono svolgersi considerazioni analoghe alle suddette nel caso di raccomandazione diretta a far astenere un soggetto dal compiere determinate operazioni su strumenti finanziari. Queste riflessioni si pongono ovviamente ed esclusivamente in un'ottica *de iure condendo* e sono strettamente ricollegate a quanto precedentemente sostenuto in relazione al rapporto fra condotta principale ed omissione.

Partendo, infatti, dall'attuale dato normativo, per definire il *tuyautage* la lett. c) del co. 1 dell'art. 184 t.u.f. effettua un rinvio espresso alla lett. a) del medesimo comma. Viene, cioè, stabilita la punibilità della raccomandazione/induzione al compimento di una delle operazioni indicate alla lett. a).

Pertanto, se si dovesse accogliere una modifica della lett. a), nel senso di ampliare la repressione anche all'omissione, automaticamente si otterrebbe un ampliamento dell'area di operatività della condotta di *tuyautage*. In quest'ultima verrebbero ricomprese anche raccomandazioni/induzioni al non compimento di operazioni di cui alla lett. a).

³⁶ Così NAPOLEONI V., op. ult. cit., 600: “[...] le odierne voci verbali «raccomanda» e «induce» parrebbero richiedere, *prima facie*, un'attività di convincimento del terzo caratterizzata da un maggiore tasso di persuasività o di pressione psicologica”.

Una siffatta modifica sembrerebbe auspicabile. Si ritiene, infatti, che l'incidenza di tali comportamenti sul bene giuridico tutelato sia di eguale portata rispetto a quelli ad oggi disciplinati dal legislatore.

Rimane sempre fermo quanto già ribadito, ossia che considerazioni di tal genere si inseriscono esclusivamente in una prospettiva *de iure condendo*³⁷.

3. 4. 2. Raccomandazione, induzione e comunicazione dell'informazione: un'ipotesi di possibile concorso di reati

Merita un breve cenno la valutazione del rapporto fra le condotte di *tipping* e *tuyantage*.

È interessante considerare l'ipotesi in cui un soggetto *insider*, oltre a raccomandare o indurre un terzo a compiere una determinata operazione finanziaria, comunichi a tale soggetto l'informazione privilegiata di cui egli dispone e che sta alla base della raccomandazione/induzione.

Deve essere tenuto presente, infatti, che, affinché si integri l'ipotesi *ex co.* 1, lett. c), non è necessario che l'informazione privilegiata sia comunicata al terzo³⁸. È sufficiente che al terzo sia indicata l'operazione da porre in essere, adducendo come ragione la sussistenza di una conoscenza di cui il mercato non dispone.

È chiaro, quindi, come ci si trovi su un piano differente rispetto a quello delineato *sub co.* 1, lett. b).

Da un lato è richiesta la mera comunicazione dell'informazione senza che sia necessario alcun riferimento ad operazioni finanziarie da compiere, dall'altro oggetto della condotta reprimenda è proprio la raccomandazione o l'induzione al

³⁷ In merito alla problematica suddetta si veda NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 600, il quale mette chiaramente in evidenza il nesso sussistente fra le condotte di cui alle lett. a) e c) dell'art. 184, co. 1 t.u.f., escludendo che *de iure condito* si possa attribuire rilevanza penale al "suggerimento negativo". Così si esprime l'Autore: "Resta in ogni caso irrilevante il suggerimento negativo, ossia l'invito ad astenersi da determinate transazioni: conclusione imposta sia dalla lettera della legge (che vieta di raccomandare solo il «compimento» di operazioni); sia da considerazioni sistematiche, non essendo ipotizzabile che la proibizione in esame abbia una portata più ampia del divieto di utilizzazione, il quale non si estende al cosiddetto *insider non trading*". Inoltre, a differenza di quanto detto in precedenza per l'ipotesi di *Insider trading stricto sensu*, le citate Proposte di Direttiva e Regolamento non apportano nessuna novità sul punto (si veda la precedente nota 24).

³⁸ In tal senso cfr. NAPOLEONI V., op. ult. cit., 600, secondo cui "non occorre che al *tuyau* si accompagni la rivelazione" della conoscenza *inside*: "anzi, l'autonoma previsione della fattispecie in esame, a fianco del *tipping*, ha un senso solo sul presupposto che la rivelazione non avvenga".

compimento di un'operazione finanziaria senza che sia richiesta la comunicazione della notizia.

Ci si chiede, quindi, quale possa essere la soluzione nel caso in cui vi sia una sovrapposizione fra le due condotte, ossia nel caso in cui, oltre alla raccomandazione/induzione sussista anche la comunicazione dell'informazione.

La dottrina sul punto è divisa e vengono prospettate due distinte soluzioni. C'è chi ritiene che si verificherebbe un caso di concorso³⁹, chi un'ipotesi di assorbimento integrale della condotta *sub* lett. c) nell'ipotesi delineata dalla lett. b)⁴⁰.

Sembrerebbe preferibile, stante la scarsa offesa al bene giuridico che deriverebbe da una sovrapposizione fra le due ipotesi di condotta, optare per la soluzione dell'assorbimento, essendo quella meno incisiva sotto il profilo sanzionatorio.

3. 4. 3. Considerazioni ulteriori in relazione al rapporto fra *Tipping* e *Tuyautage*

Volendo, ora, effettuare un ulteriore raffronto, è interessante richiamare quanto detto in relazione alla condotta *ex* co.1, lett. b), art. 184 t.u.f.

Si è visto come in tale caso il legislatore codifichi una sorta di causa di giustificazione, che esclude dall'area della rilevanza penale determinate ipotesi di comunicazione a terzi da parte dell'*insider* di un'informazione privilegiata.

Nell'ipotesi di *tuyautage*, invece, il legislatore non fa alcun riferimento ad elementi scriminanti.

A differenza della condotta di comunicazione, infatti, la modalità esecutiva in esame non sarebbe conciliabile con la suddetta causa di giustificazione.

Mentre è ipotizzabile che la comunicazione di un'informazione privilegiata possa essere effettuata all'interno del "normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio" o possa, comunque, inserirsi nello svolgimento dell'attività

³⁹ In questo senso GIANESIMI M., voce *Abuso di informazioni privilegiate*, in GAITO A. - RONCO M. (a cura di), *Codice ipertestuale – Leggi complementari*, cit., 2854: "Va chiarito poi che l'*insider* primario non dovrà necessariamente comunicare al terzo l'informazione privilegiata; è infatti sufficiente, per la consumazione del reato, che la raccomandazione o l'induzione sia stata posta in essere e sia stata ricevuta dal terzo, così che se la notizia riservata è stata comunicata, sembra possibile una ipotesi di concorso dei reati di cui alle lett. b) e c)".

⁴⁰ Contrario al concorso è il pensiero di SGUBBI F., voce *Abusi di mercato*, cit., 12: "L'autonoma previsione del divieto di *tuyautage* si spiega in virtù del dato per cui la raccomandazione e l'induzione, così come il consiglio in passato, non presuppongono la trasmissione della notizia; nel caso in cui si verificasse anche questa, risulterebbe integrata la fattispecie di cui all'art. 184 comma 1 lett. b del t.u.fin."

professionale, più difficile è ricondurre a tale contesto la raccomandazione o l'induzione.

Appare arduo configurare un caso in cui la raccomandazione o l'induzione siano scriminabili per la sussistenza di ragioni inerenti alla propria professione⁴¹. Sugerire il compimento di un'operazione finanziaria è attività connotata da un'intrinseca scorrettezza, che di per sé esclude la possibilità di essere scriminata per ragioni riconducibili all'esercizio di un'attività lavorativa.

Va rilevata un'ulteriore differente sfumatura. Si è visto come sia nel caso del *tipping* che nel caso del *tuyantage* la condotta si consideri perfezionata a prescindere dal fatto che il soggetto terzo, che è entrato in relazione con l'*insider*, rispettivamente sfrutti l'informazione che gli è stata comunicata o compia l'operazione finanziaria che gli è stata suggerita.

Anche nel caso di cui alla lett. c), infatti, non è richiesto che il *tuyantee* realizzi l'operazione borsistica raccomandata o indotta⁴².

In entrambi i casi si ha a che fare con condotte preordinate allo sfruttamento dell'informazione privilegiata, a prescindere dal conseguente comportamento del soggetto terzo.

La differenza che può rilevarsi, invero, non riguarda di per sé la condotta dell'*insider* primario, ma l'eventuale possibile punibilità del soggetto terzo con cui questi è entrato in relazione.

Come già visto in precedenza, nel caso della comunicazione, il soggetto che riceve l'informazione privilegiata per ciò solo acquisisce la qualifica di *insider* secondario. Qualora, quindi, ponga in essere una condotta prevista dall'art. 187 *bis* t.u.f. risponderrebbe del corrispondente illecito amministrativo di *Insider trading*.

Lo stesso non vale, invece, per la condotta di raccomandazione. In tal caso, infatti, il soggetto terzo che ha ottenuto il suggerimento non acquisisce la qualifica di *insider*

⁴¹ In tal senso NAPOLEONI V., op. ult. cit., 600. Diversamente dalla comunicazione – che può rispondere a finalità diverse e lecite – la raccomandazione è, difatti, intrinsecamente scorretta, proprio perché indirizzata allo sfruttamento dell'informazione [...]. Ancora in tal senso SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, cit., 12: “[...] mentre la comunicazione può rispondere ad esigenze lecite, la raccomandazione/induzione è da valutarsi di per sé scorretta, proprio in quanto finalizzata allo sfruttamento della notizia [...]”.

⁴² Sul punto si esprime brevemente NAPOLEONI V., op. ult. cit., 600: “Ai fini del perfezionamento del reato, non occorre che il *tuyantee* realizzi l'operazione suggerita: ove ciò avvenga, egli resta comunque esente da qualsiasi sanzione (anche amministrativa), in quanto non in possesso dell'informazione privilegiata”.

secondario e, di conseguenza, anche qualora ponesse in essere l'operazione finanziaria oggetto di raccomandazione, non potrà essere punito nemmeno a titolo di illecito amministrativo.

Infatti, per poter rientrare nel novero della soggettività attiva del reato e dell'illecito amministrativo è necessario il possesso in capo al soggetto agente dell'informazione privilegiata.

Con la condotta di raccomandazione al soggetto terzo non viene comunicata l'informazione, ma solo indicata l'operazione finanziaria. Pertanto, in ogni caso, egli non risponderà di *Insider trading* né sotto il profilo penale né sotto quello amministrativo.

4. ELEMENTO SOGGETTIVO

L'elemento soggettivo dell'illecito di *Insider trading* non esige un'analisi complessa. È necessario effettuare esclusivamente una distinzione, anticipando una questione della quale si darà ampiamente conto nel prosieguo della presente trattazione⁴³.

Mentre prima del 2005 esisteva solo la fattispecie penale di *Insider trading*, con l'intervento di riforma è stato introdotto anche il corrispondente illecito amministrativo. Tale scelta ha portato una novità in punto di elemento soggettivo.

Solo nell'ambito dell'illecito amministrativo è stata introdotta una responsabilità di natura colposa per una ristretta cerchia di soggetti, i c.d. *insiders* secondari. Di tale aspetto si tratterà *funditus* in apposita sede⁴⁴.

In relazione al delitto, il legislatore del 2005 ha mantenuto la struttura previgente, richiedendo per questa fattispecie la sussistenza in capo al soggetto attivo del dolo generico.

Dato imprescindibile e comune a tutte e tre le condotte previste al co. 1 dell'art. 184 t.u.f. è che il soggetto agente abbia la coscienza e la consapevolezza di possedere un'informazione privilegiata⁴⁵.

⁴³ Si veda a tal proposito il successivo par. 7. 2.

⁴⁴ Si veda a tal proposito il successivo par. 7. 2.

⁴⁵ Quanto detto è confermato da SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, cit., 12. L'Autore così si spiega: "Comune a ognuna delle tre fattispecie è, dunque, la consapevolezza in capo all'agente del possesso di un'informazione privilegiata. Vale a dire: egli deve avere la conoscenza effettiva di tutti i requisiti che consentono di qualificare il dato informativo come privilegiato".

Oltre a questo punto comune, l'elemento soggettivo assume delle sfumature differenti a seconda della modalità esecutiva cui si fa riferimento.

Nel caso della figura *sub* lett. a), è richiesta la consapevolezza e, quindi, la volontà di compiere operazioni finanziarie che si basano sullo sfruttamento di un'asimmetria informativa⁴⁶.

Per quanto riguarda, invece, l'ipotesi *sub* lett. b), il dolo si esplica nella volontà di comunicare a terzi l'informazione (che si sa) privilegiata, essendo consapevoli del fatto che si sta agendo al di fuori del "normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio".

Nell'ultimo caso, delineato dalla lett. c), il dolo richiede, invece, la consapevolezza che la raccomandazione/induzione trova la sua base su di un'informazione privilegiata.

5. MOMENTO CONSUMATIVO E TENTATIVO

Da quanto detto fin ora appare evidente che l'Abuso di informazioni privilegiate è un reato di mera condotta. Tale delitto, pertanto, è da considerarsi consumato a prescindere dal verificarsi di un evento.

La consumazione si verifica, rispettivamente, in relazione alle tre condotte suddescritte: nel primo caso, con l'esecuzione delle operazioni indicate alla lett. a) del co. 1 dell'art. 184 t.u.f.⁴⁷; nel secondo, con l'effettiva ricezione delle informazioni da parte del terzo⁴⁸; nell'ultimo caso, con l'effettiva realizzazione della raccomandazione/induzione⁴⁹ nei confronti del terzo al compimento di un'operazione finanziaria.

⁴⁶ In relazione alla rilevanza dell'asimmetria informativa, si veda SGUBBI F., op. ult. cit., 12: "Non assume alcuna rilevanza l'intento speculativo che, come tale, è presente in qualunque operazione di borsa." In argomento cfr. anche SEMINARA S., *Il reato di insider trading tra obbligo di astensione e divieto*, cit., 332.

⁴⁷ In relazione alla condotta di cui alla lett. a), co. 1, art. 184 t.u.f. e alla consumazione di tale condotta si ved. a Cass. pen., sez. V, 21 gennaio 2009 (dep. 23 febbraio 2009), n. 7769 in *Riv. pen.*, 2009, 682 e in *Dialoghi del diritto, dell'avvocatura, della giurisdizione, Rivista trimestrale di giurisprudenza e informazione*, 2010, 2, 121 ss., con nota di BRUSEGAN C..

⁴⁸ Sul punto di è di recente pronunciata la giurisprudenza di merito (Trib. di Milano, sez. I pen., 31 ottobre 2011 (dep. 15 dicembre 2011)).

⁴⁹ Sul punto si veda NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 602: "Il reato si consuma, quanto all'utilizzazione, nel momento e nel luogo in cui, alla stregua delle regole civilistiche, la negoziazione illecita deve considerarsi perfezionata (non basta il semplice ordine); e, quanto alla comunicazione e alla raccomandazione, allorché il messaggio o il suggerimento pervengano alla sfera cognitiva del destinatario".

Trattandosi, inoltre, di un reato di pericolo, non si richiede ai fini della consumazione né il verificarsi di un evento di danno né il conseguimento effettivo di un profitto in capo all'agente.

Il tentativo è ammissibile⁵⁰. Esso è configurabile, rispettivamente, quando l'operazione finanziaria non è stata del tutto posta in essere, quando l'informazione non è ancora stata ricevuta dal terzo o quando la raccomandazione/induzione non si è ancora compiutamente realizzata.

Esemplificando, potrebbe sussistere un'ipotesi di tentativo nel caso in cui l'informazione venga resa pubblica prima che l'*insider* porti a termine la sua condotta⁵¹.

A conferma della configurabilità del tentativo in relazione alle fattispecie dell'art. 184 t.u.f., si può richiamare il disposto dell'art. 187 *bis*, co. 6 t.u.f., il quale, in riferimento alla violazione amministrativa, equipara la forma tentata alla consumazione, ammettendo esplicitamente il tentativo in relazione a questa fattispecie criminosa.

6. APPARATO SANZIONATORIO

Si è già avuto occasione di accennare al fatto che prima della riforma del 2005 l'ipotesi di *Insider trading* fosse unitaria.

Attualmente, l'unitarietà è venuta meno sotto più punti di vista.

In primo luogo, è stato creato un evidente doppio binario sanzionatorio, essendo stato affiancato all'illecito penale quello amministrativo di cui al nuovo art. 187 *bis* t.u.f..

In secondo luogo, mentre nel reato disciplinato dal vecchio art. 180 t.u.f erano ricompresi sia gli *insiders* primari sia quelli secondari, oggi non è più così. Mentre l'*insider* primario rientra sia fra i soggetti attivi del reato sia fra quelli dell'illecito

⁵⁰ Sul punto cfr. MUSCO E., *I reati di Insider trading*, in *Riv. pen. ec.*, 1993, 378; SEMINARA S., *La tutela penale del mercato finanziario*, in PEDRAZZI C. – ALESSANDRI A. – FOFFANI L. – SEMINARA S. – SPAGNOLO G. (a cura di), *Manuale di diritto penale dell'impresa*, cit., 632.

⁵¹ Così esemplifica NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 602: "Poiché il presupposto del possesso di informazioni privilegiate deve perdurare fino all'effettivo compimento dell'operazione, rientra fra le ipotesi di tentativo anche il caso in cui, dopo che l'ordine è stato impartito e prima della sua esecuzione, l'informazione venga resa pubblica." Sul punto cfr. MUSCO E., *La società per azioni nella disciplina penalistica*, in COLOMBO G. E. - PORTALE G. B. (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, vol. 9, Torino, 1993, 337.

amministrativo, così non è per gli *insiders* secondari, i quali risponderanno solo *ex art.* 187 *bis* t.u.f.⁵².

È evidente come queste scelte normative producono delle ripercussioni sull'apparato sanzionatorio.

La marcata simmetria fra i due illeciti crea, innanzitutto, dei problemi in punto di concorso fra fattispecie, questione di cui si parlerà più approfonditamente nel seguito⁵³. Si possono verificare, infatti, dei problemi di astratta sovrapposibilità delle fattispecie. A livello sanzionatorio, la scelta fra l'una o l'altra area di appartenenza del fatto concreto è rilevante.

Inoltre, sotto il profilo intertemporale, la scelta di restringere alla sola fattispecie amministrativa l'agire degli *insiders* secondari impone dal punto di vista pratico una rivalutazione delle posizioni dei soggetti eventualmente *sub iudice*.

Altro dato significativo in ambito sanzionatorio, è il raddoppio delle pene, già elevate, effettuato dal legislatore con l'art. 39, co. 1 della l. 262/2005⁵⁴.

L'art. 184 t.u.f. attualmente prevede come pena per il reato in esame la reclusione da due a dodici anni e la multa da euro ventimila a euro tre milioni⁵⁵. Si tratta di una pena draconiana, considerate le previsioni assunte dagli altri paesi europei.

Si consideri, inoltre, che si tratta della stessa pena prevista per il delitto di cui all'art. 185 t.u.f. (Manipolazione del mercato)⁵⁶, il quale si esplica attraverso la diffusione sul

⁵² Spiega le ragioni di tale scelta legislativa NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 602, così scrivendo: "Alla radice [...] sta la preferenza accordata, in sede comunitaria, alle sanzioni amministrative: è con queste, infatti, che l'art. 14 Direttiva 2003/6/CE prescrive di reprimere gli illeciti di *market abuse*, configurando l'impiego – aggiuntivo – di sanzioni penali come mera facoltà degli Stati membri".

⁵³ Si veda a tal proposito il successivo par. 7.1.

⁵⁴ Dubita che tale raddoppio possa coinvolgere anche le fattispecie introdotte poco prima in materia di *market abuse*, SEMINARA S., *Nuovi illeciti penali e amministrativi nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, 563.

⁵⁵ Esclude che la l. 262/2005 coinvolga anche le sanzioni pecuniarie NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 603: "Al raddoppio sembra comunque sottratta la pena pecuniaria, giacché, ai sensi del citato art. 39, esso a luogo entro i limiti posti, per ciascun tipo di pena, dal codice penale, già in precedenza abbondantemente superati nella specie".

⁵⁶ Senza alcuna pretesa di completezza, per dei riferimenti in relazione alla fattispecie di Manipolazione del mercato (art. 185 t.u.f.) si cfr. FONDAROLI D., *L'illecito amministrativo di manipolazione del mercato*, in SGUBBI F. – FONDAROLI D. – TRIPODI A. F. (a cura di), *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2008; LUNGHINI G., *La manipolazione del mercato*, in *Dir. Pen. e Proc.*, 2005, 1465; SGUBBI F., *Abusi di mercato*, in *Enc. Dir.*, Milano, 2008, II, 1; SGUBBI F., *La manipolazione del mercato*, in SGUBBI F. – FONDAROLI D. – TRIPODI A. F. (a cura di), *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2008.

mercato di notizie false⁵⁷, condotta, pertanto, connotata da una maggiore offensività del medesimo bene giuridico tutelato.

Da questi brevi riferimenti è possibile capire come, in ambito sanzionatorio, molteplici e di diversa natura possono essere le critiche da muovere al legislatore.

Ultimo dato da valutare è la previsione all'art. 184, co. 3 t.u.f. di una circostanza aggravante, attinente all'entità della sola multa.

Tale aggravante viene applicata a discrezionalità del giudice ed è, quindi, di natura facoltativa.

Inoltre, essa è ancorata a parametri di natura sia oggettiva che soggettiva⁵⁸. Come elementi di riferimento, infatti, sono indicati: “la rilevante offensività del fatto”, “le qualità personali del colpevole” e “l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato”⁵⁹. Qualora alla luce di questi elementi, la multa prevista nel massimo al co. 1, risulti comunque essere inadeguata, il giudice potrà aumentarla “fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato”⁶⁰. Si arriva in tal modo a poter innalzare ulteriormente una sanzione dai limiti edittali già discutibilmente troppo elevati.

⁵⁷ Di tale avviso è anche NAPOLEONI V., op. ult. cit., 603: “La turbativa realizzata inoculando i veleni del falso appare, difatti, intrinsecamente più grave di quella operata anticipando gli effetti della diffusione di notizie veridiche”. L'Autore così continua: “Comprensibili i dubbi circa la proporzionalità dell'odierna reazione punitiva – attestata, quanto alla pena detentiva, ben oltre la media europea – rispetto alla caratura lesiva del fatto; come pure le perplessità riguardo alla razionalità del sostanziale allineamento *quoad poenam* dell'abuso di informazioni privilegiate alla manipolazione del mercato, e dell'equiparazione – all'interno della fattispecie criminosa in esame – di diversi stati di aggressione del bene protetto (utilizzo, comunicazione e raccomandazione)”.

⁵⁸ In tal senso GIANESIMI M., voce *Abuso di informazioni privilegiate*, in GAITO A. - RONCO M. (a cura di), *Codice ipertestuale – Leggi complementari*, cit., 2854: “L'art. 184, 3° co., descrive una aggravante ad effetto speciale di natura mista, sia oggettiva che soggettiva [...]”.

⁵⁹ In senso critico SEMINARA S., *La tutela penale del mercato finanziario*, in PEDRAZZI C. – ALESSANDRI A. – FOFFANI L. – SEMINARA S. – SPAGNOLO G. (a cura di), *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 633. L'Autore spiega come si tratti di “una previsione in sommo grado indefinita, giacché fondata su elementi eterogenei e variamente espressivi del disvalore della condotta, che già in ogni caso presiedono alla commisurazione della pena base”.

⁶⁰ Rispetto alla formulazione previgente è stato introdotto il concetto di prodotto. Inoltre, come spiega FOFFANI L., voce *Abuso di informazioni privilegiate*, in PALAZZO F. C. – PALIERO C. E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, cit., 721: “La possibilità di legare l'aumento sanzionatorio ad un multiplo del prodotto o profitto del reato rappresenta una novità della riforma del 2005”. Cfr. SGUBBI F., voce *Abusi di mercato*, cit., 25: “[...] si è criticata la scelta di collegare la pena pecuniaria all'entità del profitto, dal momento che quest'ultima può dipendere da fattori casuali, collegati alle dinamiche del mercato, e dunque estranei al «dominio del reo»”.

7. L'ILLECITO AMMINISTRATIVO DI *INSIDER TRADING EX ART. 187 BIS* T.U.F.

Come si è già avuto modo di anticipare, prima della riforma del 2005 la normativa italiana in materia di *Insider trading* contemplava esclusivamente una repressione del fenomeno di natura penale.

Sulla scia della Direttiva 2003/6/CE⁶¹, che suggeriva agli Stati membri la depenalizzazione delle ipotesi meno lesive del bene giuridico tutelato, il legislatore del 2005 è intervenuto sul punto, apportando una delle più rilevanti modifiche alla disciplina stessa.

È stata predisposta una figura di *Insider trading* di natura amministrativa. All'ipotesi delittuosa *ex art. 184 t.u.f.* è stato affiancato un illecito amministrativo (*art. 187 bis t.u.f.*).

Quest'ultima previsione è una novità assoluta in riferimento alla fattispecie in esame. La duplicazione delle tipologie di illecito impone una rilettura del sistema repressivo del fenomeno di abuso informativo, essendosi create delle profonde differenze rispetto all'assetto previgente.

È, quindi, opportuno soffermarsi sulle conseguenze che sono derivate da tale intervento, mettendo, innanzitutto, a confronto i due articoli che delineano i rispettivi illeciti.

In secondo luogo, bisognerà mettere in evidenza il fatto che all'interno del processo di depenalizzazione che ha portato alla creazione dell'illecito amministrativo, rientra anche la scelta del legislatore del 2005 di ridurre la soggettività attiva del reato di *Insider trading*, attraverso l'espunzione dalla norma penale dei c.d. *insiders* secondari.

7.1. Illecito penale e amministrativo a confronto

Volendo ora concentrare l'attenzione sull'illecito amministrativo di nuovo conio, è necessario partire dal raffronto fra i due articoli del Testo Unico Finanziario che disciplinano la materia.

⁶¹ Spiega chiaramente le direttrici comunitarie alla base della riforma FOFFANI L., *voce Abuso di informazioni privilegiate*, in PALAZZO F. C. – PALIERO C. E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, cit., 721: “Sulla base dell'espressa previsione contenuta nell'art. 14 Dir. 2003/6/CE - che lasciava agli Stati membri piena libertà nella scelta circa l'impiego dello strumento penale, ma stabiliva invece un obbligo di ricorrere a sanzioni amministrative «efficaci, proporzionate e dissuasive» a carico delle persone responsabili del mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della direttiva – il legislatore del 2005 ha affiancato alla figura delittuosa di abuso di informazioni privilegiate un'inedita fattispecie di illecito amministrativo, che rappresenta una delle novità più significative della riforma”.

A prescindere dalla differenza in punto di soggettività attiva, di cui si tratterà *infra*⁶², va subito messo in evidenza come le due norme risultino *ictu oculi* perfettamente speculari⁶³. Interessante è l'evidente simmetria con l'art. 184 t.u.f che il legislatore ha seguito nel formulare la disposizione in esame⁶⁴.

Eccetto il co. 4 dell'art. 187 *bis* t.u.f., che delinea la categoria degli *insiders* secondari e prevede una peculiare ipotesi colposa di illecito, le due norme sono esattamente sovrapponibili. Condotte, soggetti attivi ed elemento soggettivo sono i medesimi.

Il legislatore, cioè, si è servito della stessa terminologia utilizzata per la figura delittuosa per definire quella amministrativa.

È evidente come tale scelta ponga dei problemi di coordinamento all'interno della struttura generale di repressione del fenomeno.

Per ovviare a tale problema, è quanto mai necessario fare riferimento alla clausola di raccordo contenuta nell'*incipit* art. 187 *bis* t.u.f.. Tale clausola, però, è connotata da una particolare ambiguità. Essa recita: "salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato".

In merito all'interpretazione di tale inciso la dottrina è divisa.

Alcuni autori⁶⁵, proprio in forza della presenza di tale inciso, ipotizzano ed ammettono un'ipotesi di concorso fra illecito penale ed illecito amministrativo.

Si è già notato, infatti, come le condotte siano le stesse. Limitatamente agli *insiders* primari, dunque, potrebbe verificarsi un'astratta sovrapponibilità delle due ipotesi in capo ad un unico soggetto attivo.

⁶² Si veda a tal proposito il successivo par. 9.2.

⁶³ Particolarmente incisive sono le parole utilizzate da NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 603. L'Autore così si esprime: "[...] al delitto di abuso di informazioni privilegiate fa da *pendant* un illecito amministrativo (art. 187 *bis* t.u.f), gemellare non solo nel *nomen*, ma anche quanto ai comportamenti repressi, descritti con formula assolutamente identica [...]".

⁶⁴ In tal senso FOFFANI L., *voce Abuso di informazioni privilegiate*, in PALAZZO F. C. – PALIERO C. E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, cit., 721: "[...] i due precetti risultano infatti specularmente identici, salvo che per due previsioni che caratterizzano solo l'illecito amministrativo[...]".

⁶⁵ In senso favorevole al concorso far ipotesi delittuosa e illecito amministrativo si pone NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 604, secondo cui "[...] la clausola di riserva con cui l'art 187 *bis* t.u.f. esordisce [...] evoca, difatti, la concorrenza delle risposte sanzionatorie [...]. Diversamente opinando, d'altronde, la fattispecie sanzionatoria amministrativa rimarrebbe svuotata di significato, giacché l'applicazione del principio di specialità renderebbe operante, nella generalità dei casi, solamente il delitto [...]". Ammette il concorso anche FOFFANI L., *voce Abuso di informazioni privilegiate*, in PALAZZO F. C. – PALIERO C. E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, cit., 721.

Alta parte della dottrina⁶⁶ ritiene, infatti, che sia da escludere l'ammissibilità del concorso. Esso comporterebbe, infatti, la deroga al principio di specialità sancito dall'art. 9, l. 689/1981⁶⁷, secondo il quale nel caso in cui uno stesso fatto sia punito sia da disposizioni penali che amministrative si applica la norma speciale.

Un altro profilo di particolare rilievo è il trattamento sanzionatorio. Da questo aspetto, infatti, è evidente l'elevato interesse del legislatore italiano alla repressione di questo fenomeno.

Come si è già avuto modo di sottolineare in merito all'art. 184 t.u.f.⁶⁸, anche in questo caso il legislatore ha previsto delle sanzioni molto elevate⁶⁹. L'art. 187 *bis* t.u.f. commina una "sanzione amministrativa pecuniaria da euro centomila a euro quindici milioni".

Concludendo in punto di trattamento sanzionatorio, va riportato all'attenzione un altro elemento. Il co. 6 dell'art. 187 *bis* t.u.f. introduce un'ulteriore peculiarità: è prevista l'equiparazione fra consumazione e tentativo. Questo significa che nell'ambito dell'illecito amministrativo l'elevato trattamento sanzionatorio, già di per sé discusso in relazione all'ipotesi consumata di delitto, non subirà alcuna riduzione nemmeno in caso di ipotesi tentata.

7. 2. Gli *insiders* secondari: un'ipotesi di responsabilità esclusivamente amministrativa

In relazione alla figura degli *insiders* secondari è d'obbligo un riferimento alla normativa *ante* 2005.

A differenza dell'illecito amministrativo di Abuso di informazioni privilegiate, creato *ex novo* con la Legge Comunitaria del 2004, questa tipologia di soggetti attivi era già nota al diritto italiano. Si fa riferimento a quella categoria di persone che, pur non

⁶⁶ Per delle opinioni in senso contrario alla configurabilità del concorso, *ex multis*, cfr. MANNA A., *Tutela del risparmio, novità in tema di insider trading e manipolazione del mercato a seguito della legge comunitaria del 2004*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2005, 671 ss.; PAOLOZZI G., *Modelli atipici a confronto. Nuovi schemi per l'accertamento della responsabilità degli enti (II)*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, 252.

⁶⁷ Effettua un chiaro riferimento alla deroga del principio succitato NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 604, spiegando che nei casi "(la maggior parte) in cui il medesimo fatto integri tanto il delitto che l'illecito amministrativo, gli stessi concorrono, in deroga al principio di specialità sancito dall'art. 9 legge 24-11-1981, n. 689, con conseguente cumulo (almeno, per quanto si vedrà, in fase di irrogazione) delle rispettive sanzioni".

⁶⁸ Si veda a tal proposito il precedente par. 6.

⁶⁹ Di tale avviso è anche NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 604, il quale sottolinea che quanto detto vale "[...] tanto più dopo la moltiplicazione per cinque disposta dalla legge 262/2005[...]".

rientrando fra i c.d. *insiders* primari, si trovano in possesso di un'informazione privilegiata, avendola ottenuta da questi ultimi.

Nella vigenza della disciplina del 1998 gli *insiders* secondari rientravano a pieno titolo fra i soggetti attivi del delitto. Il co. 2 dell'art 180 t.u.f.⁷⁰ prevedeva, infatti, nei loro confronti una repressione di tipo penale.

Sotto il profilo della politica criminale, risulta quanto mai interessante sottolineare come non solo tali soggetti fossero contemplati fra i soggetti attivi del reato, ma fossero sottoposti anche allo stesso trattamento sanzionatorio previsto per gli *insiders* primari.

Chiunque si trovasse in possesso di un'informazione privilegiata, avendola ottenuta da un *insider* primario, e ponesse in essere una delle condotte indicate dal co. 1 dell'art. 180 t.u.f. vecchia formulazione, ne rispondeva allo stesso titolo degli *insiders* primari.

Nel solco dell'indicazione comunitaria di depenalizzazione delle condotte meno lesive, il legislatore del 2005 ha deciso di intervenire sul punto. Non solo ha giustamente ritenuto opportuno operare una distinzione di trattamento fra *insiders* primari e secondari, ma ha realizzato tale intento privando di rilevanza penale le condotte di questi ultimi.

Attualmente, quindi, tali soggetti non rientrano a far parte del novero di soggetti attivi dell'art. 184 t.u.f.. La loro è una responsabilità di natura esclusivamente amministrativa; pertanto, nel loro caso sarà necessario fare riferimento all'art. 187 *bis* t.u.f..

Il co. 4 di tale articolo prevede che chiunque si trovi in possesso di informazioni privilegiate, "conoscendo o potendo conoscere" il carattere di tali informazioni è passibile di sanzione amministrativa, qualora ponga in essere uno dei fatti previsti dal co. 1.

È bene rilevare che con l'intervento di riforma è stato modificato anche il lessico utilizzato per definire tale categoria soggettiva.

Mentre in precedenza si faceva riferimento a chiunque avesse ottenuto l'informazione privilegiata, ora si richiede che il soggetto posseda l'informazione e

⁷⁰ Così il co. 2, art. 180 t.u.f. oggi abrogato: "Con la stessa pena è altresì punito chiunque, avendo ottenuto, direttamente o indirettamente, informazioni privilegiate dai soggetti indicati nel comma 1, compie taluno dei fatti descritti nella lettera a) del medesimo comma".

che sia o possa essere a conoscenza del carattere privilegiato della stessa. Viene messo così maggiormente in evidenza il nesso psicologico. Rileva, cioè, l'effettiva (o quanto meno possibile) conoscenza della connotazione qualitativa della notizia.

Questo elemento consente di svolgere un'ulteriore ordine di considerazioni. Il riferimento alla possibilità di conoscenza del carattere privilegiato dell'informazione abbinato all'inciso "in base ad ordinaria diligenza", inserisce all'interno dell'illecito amministrativo un ampliamento dell'elemento soggettivo.

Per i soli *insiders* secondari è, così, prevista una responsabilità di natura oltre che dolosa, anche colposa. È stata introdotta in tal modo una diversificazione sotto il profilo dell'elemento soggettivo.

Tale diversificazione riguarda, in primo luogo, la disciplina attuale rispetto a quella previgente. Come già detto, sotto il vigore della vecchia normativa non era contemplata alcuna ipotesi colposa: anche gli *insiders* secondari rispondevano esclusivamente a titolo di dolo.

Pertanto, se con la riforma del 2005 da un lato si è attribuito minor disvalore alla condotta di tali soggetti, da un altro lato, prevedendo una loro responsabilità anche a titolo di colpa, si è ampliata la possibilità di reprimere il loro agire.

In secondo luogo, tale modifica va letta all'interno della disciplina vigente. La responsabilità colposa si configura come un *quid novi* inerente esclusivamente all'illecito amministrativo⁷¹.

Infine, va ribadito come anche all'interno del medesimo illecito amministrativo la responsabilità colposa riguardi solo alcuni dei soggetti attivi. Essa è contemplata solo ed esclusivamente in relazione agli *insiders* secondari di cui al co. 4 dell'art. 187 *bis* t.u.f..

Da queste notazioni di carattere generale si capisce come l'intervento del 2005 abbia rimodulato in modo rilevante la struttura repressiva dell'illecito in esame sotto il profilo sostanziale.

Tale contributo ha ovviamente prodotto dei risvolti anche sotto il punto di vista del diritto intertemporale. Una modifica così rilevante in punto di soggettività attiva ha

⁷¹ Come già detto, è esclusa la configurabilità di una responsabilità colposa in relazione all'art. 184 t.u.f., il quale richiede sempre il dolo generico. In relazione all'elemento soggettivo dell'ipotesi delittuosa di *Insider trading* si veda quanto suesposto al par. 4 del presente Capitolo.

sicuramente imposto una rilettura della fattispecie alla luce del dettato dell'art. 2 c.p. e dei principi che regolano la successione di leggi penali nel tempo⁷².

8. RUOLO E FUNZIONI DELLA CONSOB NEI PROCEDIMENTI INERENTI AGLI ILLECITI DI ABUSO INFORMATIVO

La Consob (Commissione nazionale per le società e la borsa)⁷³, come noto, svolge il ruolo preminente di Autorità di vigilanza posta a garanzia del mercato (art. 91 t.u.f.).

L'istituzione di tale Autorità, infatti, risponde all'esigenza di garantire, attraverso un organo di pubblico controllo, il corretto svolgersi delle attività sul mercato mobiliare e la trasparente informazione del pubblico.

In relazione agli illeciti di cui si tratta nel presente lavoro essa svolge una duplice funzione: da un lato, preventiva e, da un altro lato, repressiva.

In via preventiva regola e controlla i flussi informativi diretti al mercato mobiliare e gli obblighi di comunicazione ai quali le società emittenti strumenti finanziari devono adempiere. La Commissione, infatti, non solo vigila sull'adempimento e sul rispetto di tali obblighi, ma ne pone la disciplina puntuale attraverso una normazione di natura regolamentare (su tutti si fa riferimento al Regolamento emittenti).

Oltre a tali compiti, l'Autorità assume un ruolo specifico in relazione alla repressione degli illeciti disciplinati dal Testo Unico Finanziario (Parte V, Titolo I-*bis*, Capo II), fra i quali rientra l'Abuso di informazioni privilegiate.

⁷² In relazione alla problematica della successione di leggi penali nel tempo, non potendo essere questa la sede per dar conto della questione stante la sua importanza e la sua ampiezza, ci si limita a suggerire degli spunti di riflessione forniti dall'esperienza giurisprudenziale. Si veda, *ex multis*, la vicenda giudiziaria che ha visto coinvolti i vertici societari della Società Unipol s.p.a. e che si è collocata a cavallo della riforma del 2005 (Trib. Milano, Sez. II, 25 ottobre 2006, in *Corr. Merito*, 2006, 767 ss; Cass. pen., Sez. V, n. 7769 - ud. 2.01.2009 (dep. 23.02.2009) – Pres. Calabrese). Per un approfondimento della questione si rinvia a BRUSEGAN C., *Problematiche in tema di insider trading nella recente giurisprudenza di merito e di legittimità*, in *Dialoghi del diritto, dell'avvocatura, della giurisdizione - Rivista trimestrale di giurisprudenza e informazione*, 2010, n. 2, 105 ss.; FOLADORE C., *Il caso UNIPOL e la nuova disciplina dell'insider trading*, in *Corr. Merito*, 2006, 767 ss.; RAGNI E., *Abuso di informazioni privilegiate, momento consumativo e competenza territoriale*, in *Dir. pen. proc.*, 2010, 215 ss..

⁷³ Non potendo essere questa la sede per trattare in modo approfondito dell'Autorità suddetta, ci si limita a precisare che essa è stata istituita con la l. n. 216 del 7 giugno 1974 e che con la l. n. 281 del 4 giugno 1985 ad essa è stata riconosciuta personalità giuridica di diritto pubblico e piena autonomia organizzativa e funzionale.

Questo perché, stante l'attività di vigilanza da essa svolta, la Consob è uno dei soggetti che più facilmente può venire a conoscenza della commissione di illeciti di natura finanziaria quali quello in esame.

A tal proposito si precisa fin da subito che il ruolo assunto dalla Consob nella fase repressiva presenta dei profili di natura spiccatamente procedurale. Non potendo essere questa la sede per dar conto nello specifico delle problematiche processual-penalistiche, si cercherà di illustrare, seppur brevemente, i risvolti maggiormente rilevanti al fine di creare un adeguato quadro d'insieme.

Dopo aver trattato della disciplina previgente, si analizzeranno alcune questioni inerenti alla possibilità per la Consob di costituirsi parte civile nei procedimenti penali per il delitto di *Insider trading*, mettendo a confronto tale ruolo con la funzione paragiudiziale svolta dalla stessa Autorità nei procedimenti amministrativi per l'illecito di Abuso di informazioni privilegiate.

8. 1. La figura della Consob dalla l. 157/1991 al Testo Unico Finanziario del 1998: cenni storici

Prima di soffermarsi sulle questioni che vengono sollevate in relazione all'attuale disciplina che regola le funzioni della Consob in relazione agli illeciti di cui al Testo Unico Finanziario, appare corretto proporre un breve *excursus* storico in merito alle funzioni della Consob partendo dalla l. 157/1991.

La prospettiva attuale risulta, infatti, alquanto differente da quella di partenza.

La l. 157/1991 poneva la disciplina relativa al ruolo della Consob all'art 8. All'interno di tale norma trovava regolamentazione sia la possibilità per la Commissione di esercitare i diritti e le facoltà attribuiti dal codice penale alla persona offesa dal reato (art. 8, co. 6) sia la previsione di specifici poteri di indagine attribuiti alla stessa Autorità (art. 8, co. 1 e 5).

La disciplina risultante da quanto disposto dall'articolo citato dava corpo ad un sistema così strutturato.

La Consob aveva la possibilità di compiere atti di verifica in relazione a possibili violazioni della normativa in materia di *Insider trading*, facendo eventualmente ricorso

anche all'ausilio di pubbliche amministrazioni. Più correttamente, era concepita in capo alla Consob una vera e propria funzione istruttoria⁷⁴.

Tale attività di indagine trovava supporto nella previsione *ex art.* 8, co. 2 di una sanzione di tipo contravvenzionale alla luce della quale venivano puniti i comportamenti di coloro che non collaboravano o fornivano informazioni false alla Consob nella fase istruttoria.

Per garantire che le indagini preventive fossero svolte esclusivamente dalla Consob era stato creato un regime *ad hoc* per la denuncia del fatto di reato di *Insider trading*⁷⁵.

La denuncia di cui agli artt. 361 e 362 c.p. andava presentata esclusivamente al Presidente della Consob, derogando all'obbligo di denuncia senza ritardo al Pubblico Ministero gravante sui pubblici ufficiali e sugli incaricati di pubblico servizio.

In capo al Presidente della Consob, d'altro canto, era previsto dall'art. 8, co. 3 l'obbligo di rapporto nei confronti dell'Autorità giudicante: il Presidente della Commissione doveva trasmettere all'Autorità giudicante un rapporto motivato con allegata la documentazione inerente alle indagini.

Tale obbligo, però, sussisteva al verificarsi di una peculiare condizione. Esso sorgeva solo nel caso in cui dall'attività di indagine svolta dalla Consob fossero “emersi elementi in ordine ad ipotesi di violazione” di cui all'art. 2. Questo voleva dire che l'obbligo di comunicazione all'Autorità giudicante non sussisteva immediatamente, ma sorgeva solo una volta compiuti i dovuti accertamenti da parte della Consob.

È evidente, quindi, come il legislatore del 1991 avesse voluto creare nella Consob un filtro fra notizie di reato *ex art.* 2, l. 157/1991 e procedimento giudiziario⁷⁶.

⁷⁴ I poteri attribuiti alla Consob per svolgere la funzione istruttoria ad essa riconosciuta dall'art. 8, co. 1 della l. 157/1991 sono quelli indicati all'art. 3 della l. 216/74, ossia dall'art. 5 della l. 281/85. Così FOFFANI L., *La nuova disciplina penale dell'“insider trading” e delle frodi nel mercato mobiliare*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 1991, 947.

⁷⁵ Come viene acutamente messo in rilievo da BARTULLI A. – ROMANO M., *Sulla disciplina penale dell'insider trading (legge 17 maggio 1991, n.157)*, in *Giur. comm.*, 1992, 674 la scelta del legislatore del 1991 di prevedere che la denuncia della notizia di reato venga effettuata solo nei confronti del Presidente della Consob rispondeva all'esigenza, ventilata anche in sede di lavori preparatori, di garantire una sfera di riserbo alle società vista la delicatezza degli interessi coinvolti. Così anche NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 607 il quale precisa che in base alla l. 157/1991 era stata attribuita alla Consob “una singolare funzione di «filtro tecnico» delle notitiae criminis”.

⁷⁶ La scelta di attribuire alla Consob questo specifico ruolo di filtro trova giustificazione anche nella previsione di cui all'art 8 della Dir. CEE del 13 novembre 1989. Era indicato che ciascuno degli Stati membri designasse l'Autorità competente a vigilare sull'applicazione della disciplina in materia. Sul

Confermava il ruolo di “filtro” il co. 5 dell’art. 8 specificando che, qualora la notizia di reato fosse “acquisita diversamente, l’autorità procedente è tenuta ad informare tempestivamente il Presidente della Consob”⁷⁷.

Va rilevato come l’esperienza successiva al predetto impianto normativo abbia messo in luce una lacuna di tale sistema. Pur riconoscendo la correttezza della scelta di attribuire esclusivamente alla Consob la competenza di svolgere le indagini al sorgere della *notitia criminis*⁷⁸, alla Commissione non erano stati attribuiti poteri di indagine sufficienti⁷⁹.

Inoltre, seppur in misura differente, già alla luce della normativa del 1991 emergevano alcune questioni ad oggi ancora aperte.

Ci si riferisce alla legittimità del fatto che la stessa Autorità che svolgeva le indagini sulla *notitia criminis* potesse poi esercitare all’interno dell’eventuale processo penale i diritti e i poteri spettanti alla persona offesa dal reato⁸⁰.

Come si dirà nel seguito del presente Capitolo, questa problematica sembra essere stata ancor più accentuata dalla normativa attuale, alla luce della duplicazione degli illeciti di *Insider trading* e dei corrispondenti ruoli attribuiti alla Consob.

Con l’introduzione del Testo Unico Finanziario nel 1998 il legislatore delineava il ruolo della Consob nell’attività di accertamento e nel procedimento penale agli artt. 185, 186 e 187 apportando delle modifiche all’impianto previgente.

punto si v. BARTULLI A. – ROMANO M., *Sulla disciplina penale dell’insider trading (legge 17 maggio 1991, n.157)*, cit., 676.

⁷⁷ Per quel che riguarda i rapporti fra Consob e Autorità giudiziaria successivi alla comunicazione della notizia di reato da parte di quest’ultima alla Consob la norma non effettua alcuna precisazione. Cfr. BARTULLI A. – ROMANO M., *Sulla disciplina penale dell’insider trading (legge 17 maggio 1991, n.157)*, cit., 676, secondo i quali in seguito a tale comunicazione “verrà rimesso in moto il meccanismo della necessaria verifica ad opera della Commissione, disposto dalla prima parte dell’art. 8”. Sarà, quindi, la Consob a dover effettuare le indagini e, nel caso in cui ravvisi la sussistenza dei presupposti di reato, una nuova comunicazione all’Autorità giudicante.

⁷⁸ In dottrina si sono dimostrati favorevoli a tale scelta legislativa BARTULLI A. – ROMANO M., *Sulla disciplina penale dell’insider trading (legge 17 maggio 1991, n.157)*, cit., 675; CARRIERO G., *Informazione, mercato e buona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano, 1992, 210; MUCCIARELLI F., *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995, 252 ss.; SEMINARA S., *L’insider trading nella prospettiva penalistica*, in *Giur. comm.*, 1992, 656 ss.; ZANNOTTI R., *La tutela penale del mercato finanziario*, Torino, 1997, 111.

⁷⁹ Cfr. VASSALLI F., *La punizione dell’insider trading*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1992, I, 31 il quale già all’epoca aveva rilevato che “con le limitate possibilità della Consob difficilmente si arriverà ad avviare processi penali per *insider trading*”. Sull’esigenza che la Consob venisse dotata di poteri d’intervento più incisivi, v. anche D’ANDREA A., *Insider trading e diritto penale “simbolico” un binomio da recidere?*, in *Temi Rom.*, 1993, 308; SANTAMARIA T., *Insider trading. Reato diabolico senza maggiori poteri alla CONSOB*, in *Il fisco*, 1993, 1129; ZANNOTTI R., *La tutela penale del mercato finanziario*, Torino, 1997, 109.

⁸⁰ Sul punto D’ANDREA A., *Insider trading e diritto penale “simbolico” un binomio da recidere?*, in *Temi Rom.*, 1993, 309.

Tali scelte si rivelarono non rispondenti alle esigenze che la prassi aveva messo in rilievo⁸¹.

Con il d. lgs. 58/1998 non solo non è stata sanata la lacuna data dai carenti poteri di indagine attribuiti alla Consob, ma per di più sono stati ridotti i compiti ad essa spettanti⁸².

L'art. 185 t.u.f. del 1998 nel disciplinare i poteri della Consob in materia di accertamento stabiliva che la Commissione potesse svolgere gli accertamenti usufruendo dei “poteri ad essa attribuiti dall'ordinamento nei confronti dei soggetti sottoposti alla sua vigilanza”.

Ancora, l'art. 4, co. 7 t.u.f. attribuiva alla Consob la possibilità di esercitare tali poteri al fine di cooperare con altre autorità.

Nessuna disposizione legislativa dava corpo, però, alla definizione di tali poteri. L'unica precisazione fornita dal legislatore era quella di cui al co. 4 dell'art. 185 t.u.f. ove si leggeva che i predetti poteri dovevano essere esercitati “nel rispetto delle disposizioni degli artt. 199, 200, 201, 202 e 203 del codice di procedura penale, in quanto compatibili”.

La Consob, inoltre, manteneva la facoltà di avvalersi della collaborazione delle pubbliche amministrazioni nello svolgimento dell'attività di accertamento, come già previsto dalla l. 157/1991.

Con l'intervento del 1998 quello che cambiava era il supporto fornito all'attività della Consob, essendo stato modificato *in peius* l'apparato sanzionatorio, generando un conseguente disfunzionamento⁸³.

⁸¹ Va precisato che lo schema di d. lgs. approvato in via preliminare dal Consiglio dei Ministri in data 19 dicembre 1997 mirava al rafforzamento dei poteri di indagine della Consob. Cfr. *Audizione parlamentare 10 dicembre 1997 del prof. Mario Draghi davanti alla Commissione Finanza e Tesoro della Camera dei deputati*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 787.

⁸² La scelta del legislatore del 1998 di ridimensionare il ruolo della Consob viene criticata in dottrina. *Ex multis*, si veda NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 608; RIGOTTI M., *L'abuso di informazioni privilegiate*, in PATRONI GRIFFI A. – SANDULLI M. – SANTORO V. (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999, 1381.

⁸³ Sul punto RIGOTTI M., *L'abuso di informazioni privilegiate*, in PATRONI GRIFFI A. – SANDULLI M. – SANTORO V. (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, cit., 1383 sottolinea come si sia creata “una clamorosa insufficienza del sistema sanzionatorio”. Si veda anche NAPOLEONI V., *Insider trading e agiotaggio su strumenti finanziari*, in LACAITA L. – NAPOLEONI V. – NAPPI A. (a cura di), *Il testo unico dei mercati finanziari*, Milano, 1998, 202. In relazione al venir meno dell'apparato coercitivo, l'Autore effettua una distinzione quanto a soggetti chiamati a collaborare. I soggetti sottoposti a vigilanza potrebbero comunque essere sanzionati qualora le loro condotte rientrino nella previsione di cui agli artt. 171 e 174 t.u.f.; lo stesso non varrebbe, invece, per le altre persone informate sui fatti. Nei confronti di questi ultimi soggetti non sarebbe applicabile alcun tipo di

A differenza di quanto previsto nella vigenza della legge del 1991, nel Testo Unico Finanziario del 1998 era stata eliminata la previsione normativa di una misura sanzionatoria per chi non avesse collaborato con la Commissione nella fase delle indagini. In altri termini, non era stata prevista alcuna sanzione per chi non avesse risposto alle richieste della Consob di fornire informazioni.

Il ruolo che la Consob aveva rivestito nel vigore della legge 157/1991 risultava ulteriormente svilito da altre modifiche.

Nel Testo Unico Finanziario del 1998 non era più presente la previsione di cui al vecchio art. 8, co. 1, l. 157/1991. Era venuto meno, cioè, l'obbligo di denuncia delle notizie di reato esclusivamente al Presidente della Consob⁸⁴.

Inoltre, l'art 186 t.u.f. interveniva sulla fase successiva, ossia quella inerente alla relazione (elaborata dalla Commissione) da comunicare all'autorità giudiziaria. Mentre ai sensi della l. 157/1991 tale relazione andava trasmessa solo qualora il Presidente avesse ravvisato nei fatti oggetto d'indagine dei presupposti di reato, con la nuova disciplina la documentazione d'indagine accompagnata da una relazione (che non doveva più essere "motivata") doveva essere sempre trasmessa all'autorità giudiziaria. Questo voleva dire che la trasmissione doveva aver luogo in qualsiasi caso, a prescindere dalle risultanze dell'istruttoria svolta dalla Commissione: il Presidente della Consob non godeva più di alcuna discrezionalità⁸⁵.

Sulla base di tali interventi di modifica, risultava svuotata anche la previsione (conforme alla vecchia disciplina) di cui all'art. 185, co. 1 t.u.f. del 1998 alla luce della

sanzione, "onde la capacità di penetrazione del mezzo investigativo ne riesce sensibilmente illanguidita".

⁸⁴ Come ricordato da NAPOLEONI V., *Insider trading e aggio su strumenti finanziari*, cit., 200 le denunce "avranno, d'ora in poi, come destinatario il pubblico ministero, secondo le regole generali, salvo si tratti di *notitiae criminis* acquisite da dipendenti della stessa CONSOB, stante l'obbligo di questi ultimi di riferire esclusivamente alla Commissione tutte le irregolarità riscontrate nell'esercizio delle funzioni di vigilanza, anche quando integrino ipotesi di reato (art. 4 comma 11 t.u.m.f., sostituito dall'art. 2 comma 10, primo periodo, l. 216/1974)".

⁸⁵ Esprime una valutazione sul punto RIGOTTI M., *L'abuso di informazioni privilegiate*, in PATRONI GRIFFI A. – SANDULLI M. – SANTORO V. (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate* cit., 1386. L'Autore così scrive: "si ritiene, comunque, che l'obbligo di segnalazione del presidente della Consob all'autorità giudiziaria non consegua ogni volta che l'organo di controllo abbia preso in considerazione ipotesi di *insider trading*, ma derivi dall'esercizio dei poteri assegnati alla Commissione dall'art. 185, di modo che in assenza di alcuna attività della medesima avente rilievo esterno, o in presenza di attività effettuate per finalità diverse [...], non sorge alcun obbligo di denuncia".

quale il pubblico ministero era tenuto a comunicare alla Consob eventuali notizie di reato di cui all'art. 180 t.u.f.⁸⁶.

Per quel che riguarda, in fine, il ruolo assunto dalla Consob nel procedimento penale, il legislatore del 1998 sembra aver fatto proprie le critiche sollevate dalla dottrina solo in apparenza.

Il problema sorto in precedenza sulla conciliabilità in capo alla stessa Commissione dell'attività di indagine e della possibilità di esercitare nel procedimento penale i poteri riconosciuti dal Codice di procedura penale alla persona offesa dal reato⁸⁷ sembra essere stato meramente aggirato.

Con la nuova disciplina (art. 187 t.u.f.), infatti, il ruolo della Consob nel procedimento penale veniva testualmente ridotto a quello proprio degli enti e delle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato, non essendo più menzionati nel Testo Unico Finanziario i poteri della persona offesa dal reato.

Come si dirà meglio nel seguito⁸⁸, la dottrina risultò molto critica sul punto, spaccandosi in due orientamenti.

Infatti, pur non essendo più fatta menzione nel Testo Unico Finanziario ai poteri propri della persona offesa, essi venivano comunque attribuiti *ex art.* 91 c.p.p. agli enti e alle associazioni titolari di interessi lesi dal reato, fra le quali abbiamo visto rientrare espressamente anche la Consob.

8. 2. Le funzioni della Consob in rapporto agli illeciti di *Insider trading* nell'attuale Testo Unico Finanziario

Senza la pretesa di potere analizzare in modo approfondito tutte le questioni inerenti alle modifiche apportate dalla l. 62/2005 al ruolo e alle funzioni della

⁸⁶ In merito NAPOLEONI V., *Insider trading e aggio su strumenti finanziari*, cit., 201 specifica che in seguito alla modifica del ruolo della Consob intervenuta col Testo Unico Finanziario è dubbio “se la Commissione abbia conservato il pregresso ruolo di «filtro tecnico» della notizia di reato o, se sia stata piuttosto «degradata» (*absit iniuria verbis*) ad una funzione di mero «supporto tecnico» del pubblico ministero”.

⁸⁷ In senso favorevole all'eliminazione della duplicità di ruoli della Consob si esprime RIGOTTI M., *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., 1387 secondo cui “la modifica ha il merito di eliminare la discutibile duplicità di ruoli della Commissione, che da organo inquirente diveniva persona offesa”. L'Autore riprende il pensiero già espresso da NAPOLEONI V., *Insider trading e aggio su strumenti finanziari*, in LACAITA L. – NAPOLEONI V. – NAPPI A. (a cura di), *Il testo unico dei mercati finanziari*, Milano, 1998, 204 a mente del quale la riforma ha avuto il pregio di “meglio risaltare la *ratio* della «presenza» della Consob, che era e resta quella di affiancare la pubblica accusa con una voce di particolare spessore tecnico”.

⁸⁸ Si vedano i successivi par. 8.3 e 8.4.

CAPITOLO TERZO

Consob, ritenendo di dover toccare *funditus* solo alcune di esse, si cercherà di ricostruire brevemente la struttura predisposta con la riforma del 2005.

Innanzitutto, va tenuto presente che ad oggi i poteri della Consob sono disciplinati dal Capo IV, Titolo I-*bis*, Parte V del Testo Unico Finanziario.

L'art. 187 *octies* t.u.f. delinea nel dettaglio quelli che sono i poteri spettanti alla Commissione. In primo luogo essa è competente a svolgere attività di vigilanza sull'osservanza delle disposizioni di cui al Titolo I-*bis*.

Il comma 2, poi, attribuisce alla predetta Autorità il compito di svolgere gli atti di accertamento necessari in caso di violazione delle disposizioni predette. Tale attività potrà essere svolta avvalendosi dei poteri che sono attribuiti alla Consob dallo stesso Testo Unico Finanziario e puntualmente elencati ai commi 3 ss. dell'art. 187 *octies* t.u.f..

Nel effettuare tale elencazione il legislatore del 2005 sembra aver tenuto conto dei rilievi critici sollevati dalla dottrina in merito all'intervento del 1998 che aveva ridotto, (anziché incrementare) l'incisività dell'attività di indagine della Consob svuotandola dei poteri a ciò necessari.

Ad oggi, infatti, la Commissione può servirsi anche di strumenti e metodi particolarmente incisivi, quali ispezioni, perquisizioni e sequestri nei modi e con le autorizzazioni specificatamente indicati.

L'art. 187 *decies* t.u.f. disciplina, invece, i rapporti fra autorità giudiziaria e Consob.

Il comma 1 di tale articolo richiama la previsione di cui all'art. 8, co. 5, l. 157/1991. È stabilito che il Pubblico ministero informi “senza ritardo” il Presidente della Consob di eventuali notizie di reato di cui al Capo II (ove è collocata la norma sull'*Insider trading*).

Anche al comma 2 torna un evidente richiamo alla normativa del 1991. È previsto, infatti, che il Presidente della Consob trasmetta la documentazione raccolta durante le indagini al Pubblico ministero, accompagnandola con una “relazione motivata”.

Oltre a ripresentarsi il requisito della motivazione, cancellato dal legislatore del 1998, compare nuovamente il riconoscimento di un margine di discrezionalità in capo al Presidente della Consob. Quest'ultimo, invero, dovrà trasmettere gli atti solo nel caso in cui “emergano elementi che facciano presumere l'esistenza di un reato”.

È stato, inoltre, correttamente ripristinato anche un apparato sanzionatorio diretto a rafforzare l'attività di indagine della Consob.

È stata prevista all'art. 187 *quinquiesdecies* t.u.f. l'applicabilità di una sanzione amministrativa pecuniaria posta a tutela dell'attività di vigilanza della Consob e inerente ai comportamenti di inottemperanza alle richieste della Commissione stessa o che vadano a ritardare l'esercizio delle sue funzioni.

Inoltre, l'art. 170 t.u.f. predispone una tutela di natura penale per chiunque ostacoli le funzioni di vigilanza della Consob.

Le considerazioni che posso essere svolte sulla base delle seppur scarse indicazioni fornite, riguardano soprattutto le scelte del nostro legislatore.

Appare, infatti, evidente come nel 2005 sia stato posto in essere un *revirement* legislativo. Se nel 1998 erano stati cancellati determinati compiti e funzioni in capo alla Consob, con la l. 62/2005 sembra essere stato ripristinato e rafforzato l'assetto predisposto nel 1991.

Nei paragrafi successivi si avrà modo di approfondire alcune questioni inerenti al controverso doppio ruolo assunto dalla Consob in quanto parte civile nei procedimenti penali per *Insider trading* (art. 187 *undecies* t.u.f.) e Autorità giudicante nei corrispondenti procedimenti amministrativi (art. 187 *septies* t.u.f.).

8. 3. La costituzione di parte civile della Consob nei procedimenti penali inerenti al reato di Abuso di informazioni privilegiate

Il legislatore del 2005, oltre ad aver modificato la fattispecie in esame, ha cercato di porre fine ad una questione da tempo discussa in dottrina, ossia quella inerente alla natura delle facoltà della Consob di intervento nei procedimenti penali per *Insider trading*.

Prima di analizzare questa problematica così come oggi prospettata, è necessario richiamare, seppur concisamente, quanto già detto in merito alla situazione *ante* riforma.

Sotto il vigore della vecchia disciplina, il riferimento normativo era fornito dall'art. 187 t.u.f..

In relazione a questa disposizione non vi era una posizione interpretativa unanime in dottrina.

Alcuni autori⁸⁹ ritenevano che tale norma non avesse valore costitutivo. Si sarebbe trattato, cioè, di una previsione che si limitava a legittimare *ex lege* la Consob alla facoltà di intervento.

Altri⁹⁰, invece, reputavano che, implicitamente, il legislatore all'art. 187 t.u.f. avesse voluto attribuire alla Consob la possibilità di costituirsi parte civile in quanto soggetto offeso dal reato.

Con la riforma del 2005 il panorama normativo di riferimento è mutato profondamente. Attualmente, le facoltà della Consob nel procedimento penale sono disciplinate dall'art. 187 *undecies* t.u.f..

Il comma 1 (richiamando la previsione del vecchio art. 187 t.u.f.) attribuisce alla Commissione la possibilità di esercitare nel procedimento penale “i diritti e le facoltà attribuite agli enti e alle associazioni rappresentative di interessi lesi dal reato”⁹¹. Testualmente, tale possibilità viene accordata alla Consob nei procedimenti per i reati previsti dagli articoli 184 e 185 t.u.f., ossia, rispettivamente, per i reati di Abuso di informazioni privilegiate e di Manipolazione del mercato.

È il co. 2 dell'art. 187 *undecies* t.u.f. ad aver risolto la questione di cui sopra, prevedendo espressamente la possibilità per la Consob di costituirsi parte civile e chiedere il risarcimento del danno eventualmente subito.

Si tratta di una novità di estremo rilievo, soprattutto tenendo in considerazione quanto detto in relazione alla situazione *ante* riforma.

La testuale legittimazione della Consob a costituirsi parte civile apre a delle riflessioni di diversa natura. Se da un lato va a colmare la lacuna presente nella disciplina dettata dal Testo Unico Finanziario previgente, dall'altro sembra far riemergere (addirittura amplificandole) delle questioni già note alla dottrina nella vigenza della l. 157/1991.

Pertanto, il risultato ottenuto dal legislatore del 2005 non sembra apprezzabile, pur essendo stato sorretto dall'intento di soddisfare le sollecitazioni da tempo provenienti

⁸⁹ In tal senso, *ex multis*, si esprime VASSALLI F., *La punizione dell'insider*, cit., 31.

⁹⁰ Di tale avviso CONTI L., *Profili penalistici del testo unico dell'intermediazione finanziaria*, in *Dir. pen. proc.*, 1998, 560; GALLI S., *Insider trading: un primo commento*, cit., 971 ss..

⁹¹ Per dei riferimenti di diritto intertemporale si v. in giurisprudenza Cass. pen., sez. V, 20 gennaio 2010 (dep. 3 marzo 2010), n. 8588 in *Cass. pen.*, 2010, 9, 3240 e in *Giuda dir.*, 2010, 19, 82 a mente della quale la Consob “può richiedere una somma a titolo di riparazione dei danni cagionati dal reato all'integrità del mercato, solo con riferimento ai fatti commessi successivamente all'entrata in vigore dell'art. 9, l. 18 aprile 2005 n. 62”.

dalla dottrina sotto il vigore della prima versione del Testo Unico Finanziario in merito alla dubbia definizione della presenza della Consob nel procedimento penale. Difatti, questa novità normativa, pur permeata dal lodevole spirito di porre fine ad un'annosa questione, ha fatto sorgere non pochi problemi di diversa natura⁹². Si tratta di problematiche fra loro connesse che traggono origine dalla normativa *ex l.* 157/1991 e si rivolgono all'attuale applicazione del Testo Unico Finanziario riformato.

È necessario, infatti, muovere da un dato storico del quale si è dato già conto nel paragrafo precedente.

Già all'epoca della l. 157/1991 si discuteva della bontà della scelta legislativa di accorpate in un unico soggetto (la Consob) il ruolo di autorità investigativa e di soggetto abilitato all'esercizio dei diritti e della facoltà proprie della parte civile nel processo penale. Veniva rilevato, infatti, come non fosse frutto di una consapevole tecnica legislativa la riunione in capo alla stessa Commissione di due ruoli antitetici. Il legislatore del 2005 ribadendo a chiare lettere la possibilità in capo alla Consob di costituirsi parte civile sembra non aver tenuto in debito conto questa problematica, alla quale, per altro, aveva timidamente provato a porre rimedio il legislatore del 1998.

Come se ciò non bastasse, a questo quadro d'insieme deve aggiungersi un dato ulteriore, che sembra acuire le critiche già sollevate in merito alla l. 157/1991. Il legislatore del 2005, infatti, pare essersi ciecamente basato sul contesto normativo elaborato nel 1998, senza considerare le modifiche strutturali di estremo rilievo che egli stesso andava introducendo con la l. 62/2005.

Come già detto, prima della Legge Comunitaria 2004, l'art. 180 t.u.f. (vecchia formulazione) disciplinava la fattispecie di Abuso di informazioni privilegiate esclusivamente come ipotesi delittuosa. È solo con la citata legge che viene inserito *ex novo* nel nostro sistema l'illecito amministrativo di *Insider trading*. Elemento quest'ultimo che le precedenti elaborazioni dottrinali non potevano evidentemente

⁹² Sul punto si veda NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 607, il quale sottolinea che il "punctum pruriens, al riguardo, è costituito segnatamente dal ruolo e dai poteri che – nell'attività investigativa prima e processuale poi – meritano di essere riconosciuti alla Consob: giacché, se da un lato è convinzione corrente [...] che l'efficacia dell'intervento repressivo non possa prescindere da un pregnante coinvolgimento dell'Autorità di vigilanza dei mercati [...]; dall'altro lato, però, vi è il timore che, col procedere troppo oltre su tale via, si realizzi una inopportuna (anche sul piano costituzionale) erosione del (già traballante) «primato della giurisdizione»."

tenere in considerazione, ma che avrebbe dovuto aver ben in mente il legislatore che l'ha introdotto.

Oltre ad aver riunificato in modo discutibile nella figura della Consob il ruolo di parte civile e quello di Autorità competente a svolgere le indagini sulla *notitia criminis*, come ampiamente criticato nella vigenza della l. 157/1991, il legislatore del 2005 ha compiuto un passo ulteriore.

Egli, infatti, all'art. 187 *septies* t.u.f. ha espressamente previsto che spetti alla Consob stessa l'applicazione delle sanzioni amministrative⁹³.

Si viene a creare, così, una struttura che sembra addirittura aggravare la discussa riunione di ruoli suddescritta.

La Commissione, infatti, sarà l'Autorità competente a giudicare in prima istanza degli illeciti amministrativi, senza dover far alcun riferimento all'autorità giudiziaria.

Del doppio (*rectius*, triplo) ruolo svolto dalla Consob nei procedimenti per illeciti di *Insider trading* si dirà meglio nei paragrafi seguenti.

Si tratterà ora delle tipologie di danni risarcibili alla Consob, quale soggetto legittimato a costituirsi parte civile *ex art. 187 undecies* t.u.f., dopo aver precisato che sull'attuale formulazione di tale articolo giurisprudenza e dottrina si sono più volte espresse in relazione ai diritti da esso attribuiti alla Commissione.

Si ritiene che la Consob possa agire solamente a tutela dei diritti, sul rispetto dei quali essa stessa ha il compito di vigilare in quanto ente garante dell'integrità del mercato. In questo modo, quindi, la Consob non viene assimilata ad un ente esponenziale in senso proprio: essa non si surrogerebbe ad altri soggetti eventualmente danneggiati, ma agirebbe *iure proprio*.

8. 3. 1. Tipologie di danni risarcibili alla Consob

Altra questione che merita di essere tenuta in considerazione è quella inerente alla tipologia di danni risarcibili alla Consob e derivanti dalle condotte di abuso informativo.

⁹³ Sul punto NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 606. L'Autore specifica che l'articolo suddetto "contempla una speciale procedura per l'applicazione delle sanzioni amministrative in tema di abuso di mercato". Tale procedura appare differente sia da quella *ex l. 689/1981* sia da quella disposta dall'art. 195 t.u.f. per l'applicazione delle altre sanzioni amministrative contemplate nel t.u.f.

Dottrina e giurisprudenza si sono soffermate ripetutamente su tale questione⁹⁴, arrivando a delle conclusioni pressoché unanimi. Vengono individuate tre tipologie di danno, delle quali, rifacendoci ai principi di natura civilistica, una di natura patrimoniale e due di natura non patrimoniale.

La prima fattispecie di danno si sostanzia nei costi che la Consob ha dovuto sopportare in conseguenza alla commissione del reato.

Si tratta, ovviamente, di un danno di natura patrimoniale riconducibile al dettato dell'art. 2043 c.c.. Il "danno ingiusto" subito dall'Autorità sarebbe dato dai costi delle funzioni dalla stessa attivate in seguito alla commissione del reato.

L'ammontare del danno si concretizzerebbe nella somma delle spese sostenute dalla Commissione, dovute all'impiego di persone e mezzi diretti ad accertare la sussistenza del fatto oggetto della *notitia criminis*.

Si sente l'esigenza di evidenziare, però, che le attività di accertamento e vigilanza svolte dall'Autorità rientrano fra i suoi compiti istituzionali. Si tratta di funzioni che trovano il loro fondamento in norme di legge che, oltre ad attribuire dei poteri, delineano quelli che sono i doveri della stessa Consob.

Sulla base di questi presupposti critici, le conclusioni alle quali giunge la giurisprudenza sono per alcuni aspetti differenti.

Secondo parte della giurisprudenza⁹⁵, sarebbe errato ritenere che l'espletamento di siffatte attività costituisca la base per riconoscere il risarcimento di un danno. Tali funzioni devono essere svolte dalla Consob perché previste dalla legge come doveri istituzionali e il dispiego dei mezzi a ciò necessari sarebbe una naturale conseguenza delle disposizioni di legge. Non sarebbe, quindi, corretto imputare all'autore di un fatto di reato le spese sostenute per porre in essere un'attività che deve essere svolta istituzionalmente.

⁹⁴ Sul punto, *ex multis*, cfr. BELLINI E., *Risarcimento per danno all'integrità del mercato e all'immagine della Consob*, in *Danno e Resp.*, 2007, 7, 796 ss.; SEMINARA S., *Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. e proc.*, 2006, 19; SORGATO A., *"Insider trading": pene accessorie e costituzione di parte civile*, in *Dir. prat. soc.*, 2007, 21, 82 ss..

⁹⁵ È di questo avviso il Tribunale di Milano, così come messo in evidenza nella nota di SORGATO A., *"Insider trading": pene accessorie e costituzione di parte civile*, cit., 84.

Un altro filone giurisprudenziale⁹⁶, invece, arriva a conclusioni differenti. Viene sostenuto, innanzitutto, che pur essendo vero che le funzioni di vigilanza e accertamento sono di natura istituzionale, in seguito alla commissione di un reato di cui al Capo II, Titolo I-*bis*, Parte V del Testo Unico Finanziario tali funzioni subiscono una deviazione patologica che non si sarebbe altrimenti verificata.

Ciò che dovrebbe essere risarcito, quindi, non è il costo sostenuto per lo svolgimento di attività fisiologiche, ma quello per l'espletamento di attività patologiche. Il danno si sostanzierebbe, dunque, nel risarcimento dei costi sostenuti dalla Consob in relazione alle attività poste in essere in risposta al comportamento delittuoso.

Contra, sembra possibile obiettare che anche questo genere di attività (definite “patologiche”) rientrerebbe fra i compiti riconosciuti dalla legge alla Consob, la quale non deve limitarsi ad operare in situazioni di normale andamento dei mercati finanziari. La commissione del reato diviene, quindi, mero presupposto per l'attivazione di peculiari funzioni della Commissione.

Inoltre, il risarcimento di questa tipologia di danno assumerebbe una funzione criticabile. Attraverso il meccanismo risarcitorio, infatti, verrebbe trasferito in capo all'autore del fatto di reato il costo sostenuto per l'attivazione del procedimento di reazione al compimento dell'illecito.

Le altre due tipologie di danno rientrano nella categoria dei danni non patrimoniali, così come disciplinati dall'art. 2059 c.c..

Una prima ipotesi viene individuata da quegli autori che riconoscono in capo alla Consob la titolarità di interessi lesi dal reato, partendo dall'assimilazione della sua posizione a quella della persona offesa dal reato. A tal proposito viene richiamato un principio di carattere generale secondo cui è ipotizzabile una lesione dello scopo sociale dell'ente⁹⁷.

⁹⁶ Espressione di tale corrente è la pronuncia del Trib. Milano, sez. pen. I, 21 dicembre 2006, C. G. e V. A. c. Consob, in *Danno e resp.*, 2007, 7, 791 ss. con nota di BELLINI E. e in *Corr. giur.*, 2007, 8, 1133 con nota di BRUNO F. – ROZZI A..

⁹⁷ Nello specifico si fa riferimento ad un'importante pronuncia: Cass. pen., sez. III, 9 luglio 1996 (dep. 26 settembre 1996), n. 8699, secondo cui qualora dal reato sia derivata “una lesione di un diritto soggettivo inerente allo scopo specifico perseguito” è “ipotizzabile la lesione del diritto della personalità dell'ente e la conseguente facoltà [...] di agire per il risarcimento dei danni morali e materiali relativi all'offesa, diretta ed immediata, dello scopo sociale [...]”. Si v. anche Trib. Milano, 25 ottobre 2006 (dep. 23 gennaio 2007), n. 10580, in *Dir. prat. soc.*, 2007, 14-15, 67 e in *Corr. merito*, 2007, 767, a mente del quale è individuato nella Consob “il soggetto legittimato a far valere la pretesa risarcitoria, in quanto ente istituzionalmente preposto a ripristinare l'integrità del mercato lesa dal fatto delittuoso”. In senso conforme anche Trib. Milano, 27 marzo 2006, in *Giur. merito*, 2008, 9, 2291.

Come già detto, rientra fra i fini istituzionali della Consob la tutela dell'interesse all'integrità e all'efficienza del mercato finanziario; interesse che verrebbe leso dal reato di *Insider trading*, come è confermato anche dalla dottrina maggioritaria, la quale individua nel regolare e corretto funzionamento del mercato il bene giuridico tutelato dagli artt. 184 e 187 *bis* t.u.f..

La Consob, quindi, subirebbe un danno diretto ed immediato all'interesse sotteso alle sue funzioni istituzionali e, per questo motivo, risulterebbe pienamente legittimata alla richiesta di risarcimento.

Viene sostenuto, per di più, che l'esistenza del danno stesso è conseguenza normale del reato e non necessita di una prova specifica, alla luce del rapporto di continenza fra bene giuridico tutelato e missione istituzionale dell'ente.

Strettamente connessa alla logica di questa figura è la terza tipologia di danno, anche in questo caso di natura non patrimoniale.

Il ragionamento muove, però, da un assunto differente. Ci si basa sulla considerazione generale secondo cui se un soggetto è stato in grado di porre in essere un reato lesivo del regolare andamento del mercato, emergerebbe, quale naturale conseguenza, che la Consob non ha saputo esercitare in modo efficace il proprio ruolo di garante.

La condotta penale, cioè, arrecherebbe un danno alla Consob dal momento che andrebbe ad ingenerare nel pubblico la percezione di un'Autorità inefficiente nelle proprie funzioni di vigilanza⁹⁸. A tal proposito, in dottrina e giurisprudenza si parla di danno da discredito istituzionale, risarcibile in via equitativa in quanto assimilabile alla figura del danno all'immagine.

Contra, in dottrina, SGUBBI F. – FONDAROLI D. – TRIPODI A. F., *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2008, 186 ss.; RORDORF R., *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in *Le Società*, 2005, 813.

⁹⁸ Sembra scontrarsi con la risarcibilità del danno predetto il fatto che la giurisprudenza riconosca in capo alla Consob la responsabilità *ex art.* 2043 c.c. per aver mal vigilato sul corretto funzionamento dei mercati. Risulterebbe illogico risarcire la Commissione per un danno derivante da un fatto che genera a sua volta una responsabilità per la Consob stessa. Si v. Cass. civ., sez. III, 9 gennaio 2011 (dep. 23 marzo 2011), n. 6681, a mente della quale “la norma dell’art. 2043 c.c. è applicabile anche alla Consob, in quanto si pone come limite esterno alla sua attività discrezionale; l’illecito civile ad essa addebitabile per omessa vigilanza del mercato finanziario segue le comuni regole del codice civile [...]”. In senso conforme, Cass. civ., sez. I, 14 febbraio 2001 (dep. 3 marzo 2001), n. 3132; Cass. Sez. Unite, 2 maggio 2003, n. 6179.

Questa tipologia di pretesa risarcitoria, trasposta nel nostro ordinamento per il tramite dell'art. 187 *undecies* t.u.f., troverebbe riscontri normativi in ordinamenti diversi da quello italiano.

La dottrina⁹⁹ ritiene, infatti, che attraverso l'art. 187 *undecies* t.u.f. è stata introdotta nel nostro ordinamento una fattispecie risarcitoria tipica del mondo giuridico nordamericano. Viene richiamata a tal proposito la figura dei c.d. danni punitivi, posto che non sarebbe altrimenti giustificabile il riconoscimento di una pretesa risarcitoria che fonda le sue ragioni in un danno non lesivo del patrimonio del richiedente il risarcimento quanto, invece, in un danno lesivo dell'integrità del mercato.

Questa considerazione ripropone un problema che da sempre accompagna la normativa italiana in materia di *Insider trading*, ossia quello di aver recepito il modello di disciplina statunitense senza tener conto delle differenze strutturali e culturali proprie dei due sistemi giuridici.

8. 4. La funzione paragiudiziale della Consob nei procedimenti amministrativi per Abuso di informazioni privilegiate

Dopo aver trattato degli aspetti più rilevanti inerenti alla costituzione di parte civile della Consob nei procedimenti penali, è opportuno richiamare e approfondire quanto in precedenza accennato in relazione alla compatibilità di tale ruolo con lo svolgimento delle funzioni di Autorità giudicante dinnanzi alla realizzazione di un illecito amministrativo di *Insider trading*.

Dal confronto fra l'art. 187 *undecies* t.u.f. e l'art. 187 *septies* t.u.f. emerge un profilo di natura processuale che non deve essere sottovalutato. Sembra possibile, infatti, che in capo alla Consob si verifichi una peculiare sovrapposizione di ruoli: da un lato essa andrebbe a rivestire il ruolo di parte civile nel procedimento penale, dall'altro ad assumere la posizione di Autorità giudicante in relazione all'illecito amministrativo di *Insider trading*.

⁹⁹ Si veda sul punto, FOLADORE C., *Il caso Unipol*, cit., 778; MUCCIARELLI F., *Primato della giurisdizione e diritto economico sanzionatorio: a proposito di market abuse*, in *Dir. pen. e proc.*, 2006, 140; RORDORF R., *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, cit., 818. In giurisprudenza, si veda Cass. Pen., sez. V, 20 gennaio 2010, n. 8588, in *Guida dir.*, 2010, 19, 82.

Come suddetto, l'esplicita legittimazione alla costituzione di parte civile, introdotta dal legislatore del 2005 all'art. 187 *undecies* t.u.f., ha risolto un'infelice espressione presente nella vigenza della precedente disciplina. Non essendoci univocità di vedute sul punto, si sentiva l'esigenza di chiarire e potenziare il ruolo della Consob nei processi inerenti a vicende turbative del mercato. Tutto questo, però, si inseriva in un contesto normativo profondamente diverso dall'attuale.

Come si è spiegato, oggi il nostro ordinamento non conosce più solo l'ipotesi delittuosa di *Insider trading*, ma anche il corrispondente illecito amministrativo, del giudizio sul quale è stata incaricata proprio l'Autorità di cui si parla.

Il legislatore del 2005, nel duplice intento, da un lato, di potenziare il ruolo della Consob e risolvere la *querelle* sulla sua costituzione come parte civile e, dall'altro, di seguire le indicazioni comunitarie (Direttiva 2003/6/CE) di depenalizzazione delle condotte dotate di minor disvalore, ha creato un sistema che pare presentare una forte incongruenza al suo interno: possono verificarsi, infatti, dei casi in cui la stessa Commissione va ad assumere vesti fra loro incompatibili.

La possibilità prevista dall'art. 187 *undecies* t.u.f. che quest'ultima si costituisca parte civile mal si concilia con la disciplina inerente al procedimento amministrativo (art. 187 *septies* t.u.f.).

La Consob, infatti, in quest'ultimo ambito ha il ruolo di istruire e giudicare i fatti di *Insider trading*, in quanto spettanti alla sua competenza. È l'art. 187 *septies* t.u.f. a prevedere che le sanzioni amministrative di cui all'art. 187 *bis* t.u.f. siano applicate dalla Consob "con provvedimento motivato, previa contestazione degli addebiti agli interessati".

Nell'applicare la sanzione amministrativa, inoltre, la Commissione dovrà tenere in debito conto le deduzioni eventualmente presentate dai soggetti interessati entro il termine di trenta giorni.

Il comma 2 effettua un'importante precisazione, richiamando la vigenza dei principi che reggono il procedimento penale (su tutti, quello del contraddittorio) e disponendone l'applicabilità nella procedura sanzionatorio-amministrativa retta dalla Consob¹⁰⁰.

¹⁰⁰ Viene acutamente rilevato da autorevole dottrina che "la concentrazione in capo al medesimo organismo amministrativo" (Consob) "di poteri regolamentari, investigativi e sanzionatori non manca di generare delicati problemi di rispetto del principio di separazione delle funzioni, del diritto al «giusto

Da quanto detto, è evidente come la Consob abbia veri e propri poteri sanzionatori, svolgendo il ruolo di autorità giudiziaria in prima istanza per quel che riguarda l'illecito amministrativo *ex art. 187 bis t.u.f.*.

Sembra, quindi, incontestabile come questo sistema vada a ledere la terzietà nel processo amministrativo dell'organo giudicante, come sottolineato anche da autorevole dottrina¹⁰¹.

Questa duplicità di ruoli produce, infatti, notevoli problemi pratici.

Nel procedimento amministrativo il materiale istruttorio viene raccolto dalla Consob. Quest'ultima, però, come si evince chiaramente dall'art. 187 *undecies t.u.f.*, potrà costituirsi parte civile nel corrispondente processo penale.

Potrebbe accadere, dunque, che da una medesima *notitia criminis* emerga la commissione sia dell'illecito penale che di quello amministrativo. In questo caso si svilupperebbero due procedimenti paralleli: uno (quello penale) di competenza dell'autorità giudiziaria vera e propria e uno (quello amministrativo) di competenza della Consob¹⁰². A sua volta la Commissione potrebbe scegliere di costituirsi parte civile nel procedimento penale.

Da ciò sembra derivare un risultato quasi paradossale: il materiale di indagine, raccolto dalla Consob in fase preliminare, verrebbe utilizzato nel procedimento in cui uno dei soggetti che ha partecipato alla sua acquisizione (Consob) andrebbe ad assumere la veste di persona offesa, prima, e parte civile, poi.

Inoltre, nel procedimento amministrativo vi sarebbe piena coincidenza fra soggetto che svolge le indagini preliminari e soggetto giudicante in primo grado: tali attività sarebbero, infatti, svolte sempre ed esclusivamente dalla Consob.

A questi dati, va ad aggiungersi un elemento ulteriore dato dall'eventuale richiesta risarcitoria che può presentare la Consob in qualità di parte civile. Si è già

processo» e del diritto di difesa». Per tale motivo, il legislatore ha inserito nell'art. 187 *septies t.u.f.* la previsione di cui al comma 2; si tratta, però, di «un'enunciazione «di massima», la cui concretizzazione viene peraltro lasciata alla stessa Autorità di vigilanza». Così si esprime NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 606-607.

¹⁰¹ In senso critico rispetto alla duplice posizione assunta dalla Consob con la nuova normativa si esprimono MUCCIARELLI F., *Primato della giurisdizione*, cit., 140 ss.; SEMINARA S., *Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. e proc.*, 2006, 19; FOLADORE C., *Il caso Unipol*, cit., 778.

¹⁰² In merito alla possibilità che si instaurino due procedimenti per il medesimo fatto, va precisato che il legislatore ha optato per renderli pienamente indipendenti l'uno dall'altro (art. 187 *duodecies t.u.f.*). Questa scelta, pur rispondendo ad esigenze di celerità, porta con sé l'inevitabile rischio del contrasto di giudicati. Sul punto si v. NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 609-610.

visto, come la Commissione potrebbe richiedere il risarcimento del danno patrimoniale da essa subito e derivante dalle spese sostenute per svolgere la sua attività di indagine (precisamente quelle inerenti al dispiego di mezzi, economici e non, utilizzati nello svolgimento dell'attività istruttoria).

Appare, quindi, evidente la sussistenza di un'ulteriore forte incongruenza nel sistema così come attualmente delineato dal nostro legislatore.

Sembrerebbe, infatti, che qualora il Giudice accogliesse siffatta richiesta risarcitoria la Consob verrebbe rifiuta delle spese da essa stessa sostenute in sede di indagine, oltre a quelle eventualmente sostenute in veste di Autorità giudicante dell'illecito amministrativo.

Si evince, quindi, come il ruolo e le funzioni svolte dalla Consob in relazione agli illeciti di Abuso di informazioni privilegiate siano molto più complessi di come possano apparire ad una prima lettura. Essi, infatti, coinvolgono principi cardine del nostro ordinamento, risultando difficile ritenere ad essi conforme un siffatto sistema.

CAPITOLO IV

NUOVE FRONTIERE REPRESSIVE IN PROSPETTIVA *DE IURE* CONDENDO: PROPOSTE NORMATIVE DELLA COMMISSIONE EUROPEA

SOMMARIO: 1. Cenni introduttivi – 2. Un recente intervento della Corte di Giustizia della Comunità Europea in materia di *Insider trading* - 3. “Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa alle sanzioni penali in caso di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato”: struttura e ambito di operatività – 4. “*Explanatory memorandum*”: relazione introduttiva alla Proposta - 4.1. “*Context of the proposal*”: uno sguardo d’insieme alla situazione attuale a livello europeo - 4.2. “*Legal elements of the Proposal*” – 5. Analisi della Proposta di Direttiva - 5.1. Definizione della fattispecie penale di Abuso di informazioni privilegiate (art. 3) - 5.2. Delimitazione dell’ambito di rilevanza penale - 5.2.1. Responsabilità delle persone giuridiche – 6. “Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all’abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)”: sguardo d’insieme alla Relazione introduttiva - 6.1. Elementi giuridici della Proposta di Regolamento - 6.1.1. Base giuridica: conformità ai principi di Diritto europeo - 6.1.2. Illustrazione del contenuto della Proposta di Regolamento – 7. Analisi della Proposta di Regolamento – 7.1. Il concetto di informazione privilegiata – 7.2. Definizione dell’illecito amministrativo di Abuso di informazioni privilegiate – 7.3. Riflessioni conclusive

1. CENNI INTRODUTTIVI

L’analisi svolta nei Capitoli precedenti ha avuto ad oggetto questioni inerenti alle origini del divieto di *Insider trading* e alla normativa ad oggi vigente in materia nel nostro ordinamento.

È evidente che il momento storico attuale non consente più al giurista di focalizzare esclusivamente la propria attenzione sulla dimensione normativa statale. Ciò deriva, soprattutto, dall’importanza sempre crescente che le dinamiche di matrice europea assumono in relazione alle legislazioni nazionali degli Stati membri dell’Unione.

Si è già accennato a come la normativa italiana in materia di *Market Abuse* abbia preso impulso da indicazioni di derivazione comunitaria. Il nostro legislatore, infatti, è sempre intervenuto sul punto in seguito a Direttive provenienti dalla Comunità Europea (da ultima la Direttiva 2003/6/CE - c.d. *MAD*).

Per tale motivo si è ritenuto particolarmente interessante dar conto nella presente trattazione, seppur in prospettiva *de iure condendo*, di due recentissime Proposte normative elaborate dalla Commissione Europea a Bruxelles in materia di

CAPITOLO QUARTO

Market Abuse. Si tratta di una Proposta di Direttiva e di una Proposta di Regolamento, entrambe datate 20 ottobre 2011¹.

È bene precisare fin d'ora che, ad oggi, si ha a che fare con mere proposte (indirizzate al Parlamento Europeo e al Consiglio), ancora oggetto di discussione preliminare².

Si ritiene, quindi, necessario precisare che quanto verrà trattato nel presente Capitolo costituisce un'elaborazione personale del contenuto delle predette Proposte. Non essendo ancora disponibile alcun commento e documento di sorta in materia, si cercherà di mettere in evidenza i possibili segnali di novità rispetto alla normativa attualmente vigente e quelle che potrebbero essere le conseguenze derivanti dall'adozione dei predetti provvedimenti.

Prima di entrare nel vivo dell'indagine, si è ritenuto opportuno dar brevemente conto di una pronuncia della Corte di Giustizia della Comunità Europea. Tale scelta è motivata dal fatto che in detta pronuncia vengono rilevate alcune delle problematiche che hanno spinto la Commissione Europea ad elaborare le Proposte dell'ottobre 2011.

Il presente Capitolo sarà suddiviso in due parti principali: una dedicata alla Proposta di Direttiva e una alla Proposta di Regolamento.

Si analizzerà, in primo luogo, la Proposta di Direttiva, dando conto di quella che è la situazione attuale, così come percepita dal legislatore dell'Unione Europea e riportata in sunto nel *Memorandum* contenuto nella Proposta stessa.

Si passerà, poi, all'analisi della Proposta in sé, cercando di valutare quanto in essa contenuto in relazione alla normativa italiana attualmente in vigore.

In fine, si focalizzerà l'attenzione sulla Proposta di Regolamento, vagliandone il contenuto ed evidenziando le differenze sussistenti con la Proposta di Direttiva.

A tal proposito, va precisato che entrambi i predetti provvedimenti riguardano i fenomeni di *Market Abuse* generalmente intesi. Nello specifico, la Proposta di

¹ Per fini di completezza si riportano di seguito gli identificativi delle Proposte alle quali si fa *supra* riferimento: 1) Commissione Europea, “*Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa alle sanzioni penali in caso di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*”, Bruxelles 20.10.2011 – COM(2011) 654 definitivo – 2011/0297 (COD); 2) Commissione Europea, “*Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)*”, Bruxelles 20.10.2011 – COM(2011) 651 definitivo – 2011/0295 (COD). Si v. il sito http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_eu.htm.

² Il progetto di legge in discussione sarà depositato il 26 marzo p.v. ed il termine per gli emendamenti è fissato per il 24 aprile p.v.; arriverà al voto in Commissione solo a luglio 2013.

Direttiva mira a disciplinare i profili di natura penalistica, mentre la Proposta di Regolamento attiene più in generale alle problematiche di gestione dei mercati, oltre a contenere riferimenti inerenti all'illecito amministrativo di *Insider trading*.

2. UN RECENTE INTERVENTO DELLA CORTE DI GIUSTIZIA DELLA COMUNITÀ EUROPEA IN MATERIA DI *INSIDER TRADING*

Prima di entrare nel vivo delle questioni che occuperanno questo Capitolo, si è ritenuto interessante prendere spunto da una recente pronuncia della Corte di Giustizia della Comunità Europea³, per rilevare alcune delle problematiche che caratterizzano i rapporti fra ordinamento comunitario e ordinamento interno italiano. In tale pronuncia vengono presi in considerazione diversi aspetti. Alla Corte, infatti, viene richiesto di valutare se gli Stati membri possano definire la struttura dell'illecito in modo più severo rispetto a quanto indicato nella Dir. 2003/6/CE e di fornire un'interpretazione degli artt. 2 e 14 della citata Direttiva.

L'aspetto del quale è più interessante trattare in questa sede è dato dal fatto che tale pronuncia mette chiaramente in evidenza come la disciplina in materia di *Insider trading* presenta ampi margini di incertezza e complessità⁴. Questo lo si evince dall'intento sotteso alle riflessioni della Corte: semplificare l'applicazione concreta del divieto di Abuso di informazioni privilegiate.

Fatte queste brevi premesse, è bene riassumere, seppure schematicamente, il contenuto di tale sentenza.

La Corte di Giustizia effettua una valutazione del concetto di utilizzazione della notizia in relazione alla presunzione di offesa del bene protetto.

Le riflessioni dei giudici partono dalle problematiche inerenti all'interpretazione da darsi alla voce verbale della quale si è avvalso il legislatore comunitario per indicare la relazione fra il possesso dell'informazione privilegiata e l'abuso integrante il delitto, ossia il verbo "utilizzare".

³ Si fa riferimento a C.G.C.E., sez. III, 23 dicembre 2009, n. 45 in *Giur. comm.*, 2001, 1, II, 49 ss. con nota di TRIPODI A.F..

⁴ Come si vedrà nel prosieguo del presente Capitolo, la Commissione Europea interviene nuovamente in materia con le Proposte citate proprio per arginare l'incertezza interpretativa e applicativa della normativa vigente.

CAPITOLO QUARTO

Sulla base di tale dato letterale, l'art. 2 della Dir. 2003/6/CE, secondo quanto espresso dalla Corte, propone una nozione oggettiva dell'abuso di informazione privilegiata.

Secondo l'impostazione del Collegio giudicante, infatti, possono distinguersi due modelli strutturali di illecito.

Il modello soggettivo implica che la struttura dell'illiceità richieda una verifica motivazionale, sull'intenzionalità del soggetto agente, diretta a mettere in evidenza se il privilegio conoscitivo di cui egli stesso disponeva ha inciso sulla realizzazione dell'operazione finanziaria.

Il modello oggettivo, invece, si basa sulla presunzione di sussistenza di siffatti elementi di natura soggettiva.

La distinzione fra un modello e l'altro starebbe, quindi, nell'inserimento o meno nella descrizione della fattispecie di un requisito c.d. oggettivo di natura psicologica dato dall'approfittamento della notizia⁵.

Quindi, ritenere che l'art. 2, Dir. 2003/6/CE abbracci il modello oggettivo, significa affermare che l'illecito di *Insider trading* contiene al suo interno la presunzione di sussistenza dell'approfittamento *de quo*.

Il fine di semplificazione proprio della Corte, emerge dal fatto che la Corte stessa ha come primo obiettivo quello di fornire una soluzione alla generalizzata esigenza di effettività.

Effettività della sanzione e correlata efficacia del divieto penale appaiono, infatti, come aspetti carenti della disciplina in materia di Abuso di informazioni privilegiate.

La scelta di mettere in evidenza il modello oggettivo di illecito è sorretta proprio da tali ragioni: sostenere che sussista la presunzione di c.d. approfittamento della notizia significa sgravare l'accusa dell'onere di provare tale elemento (peraltro assai difficile da dimostrare in quanto di natura psicologica). Di conseguenza, venuto meno l'onere probatorio quanto a tale presupposto, l'applicabilità dell'illecito risulterebbe meglio garantita.

Così facendo la Corte di Giustizia sembra aver implicitamente ammesso le difficoltà operative della disciplina in materia, adottando una posizione sorretta dall'intento di superarle.

⁵ In questi termini si è espresso TRIPODI A. F., *L'insider trading in una recente pronuncia della Corte di Giustizia: "utilizzo (implicito) della notizia" e presunzione di offesa*, in *Giur. comm.*, 2011, I, II, 64.

È messo in rilievo il conflitto fra offensività ed effettività, problema che riguarda non solo l'ambito comunitario ma anche la disciplina interna.

Inoltre, viene offerto lo spunto per valutare i possibili risvolti che tale pronuncia potrebbe produrre nell'ordinamento italiano.

Posto che la nostra normativa fa riferimento al verbo "utilizzare"⁶ e segue, quindi, il modello oggettivo di stampo europeo (stando a quanto statuito dalla Corte di Giustizia), sussisterebbe anche nella disciplina italiana la c.d. presunzione psicologica. In tal modo si verificherebbe un'assai discutibile inversione dell'onere probatorio: sarebbe l'imputato, cioè, a dover dimostrare che non si è servito dell'informazione privilegiata che era in suo possesso.

Inoltre, sempre alla luce di tale presunzione, si verrebbe a creare un'evidente contraddizione in relazione ad uno degli elementi utilizzati dal legislatore italiano per la definizione dell'informazione privilegiata all'art. 181 t.u.f.; elemento di estremo rilievo posto che il concetto di informazione privilegiata è inscindibile dalla definizione degli illeciti di *Insider trading*.

L'art. 181 t.u.f., nel definire la nozione di *price sensitivity*, si serve della figura del c.d. investitore ragionevole⁷. L'informazione, cioè, può dirsi *price sensitive* e, quindi, privilegiata solo se un investitore ragionevole se ne sarebbe servito per la determinazione delle sue scelte di investimento.

In tal modo il nostro legislatore richiede implicitamente di vagliare i processi decisionali dell'investitore ragionevole per valutare il carattere privato della notizia. L'art. 184 t.u.f., che definisce la fattispecie penale di *Insider trading*, contemplando il verbo "utilizzare", ricomprenderebbe al suo interno la succitata presunzione, cosa che eviterebbe un'indagine psicologica nel soggetto autore del reato nel caso concreto.

Si arriverebbe, così, ad un risultato paradossale: l'indagine psicologica sarebbe richiesta in astratto per l'investitore ragionevole al fine di capire se un'informazione possa dirsi o meno privilegiata, ma non nel valutare l'applicabilità ad un caso concreto della previsione penale, dove tale indagine risulterebbe superflua sulla base di elementi presuntivi.

⁶ Si veda a tal proposito Capitolo III, par. 3.1.

⁷ Si veda a tal proposito Capitolo II, par. 6.

3. “PROPOSTA DI DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO RELATIVA ALLE SANZIONI PENALI IN CASO DI ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E DI MANIPOLAZIONE DEL MERCATO”: STRUTTURA E AMBITO DI OPERATIVITÀ

Prima di dedicarsi all’analisi del contenuto normativo della Proposta in esame, è necessario effettuare una premessa di carattere generale, diretta ad illustrare il contesto in cui la Proposta stessa si sviluppa.

Come suddetto, si tratta di un provvedimento ancora in fase di approvazione, da leggersi in abbinata con la corrispondente Proposta di Regolamento. Entrambi i provvedimenti si ricollegano, infatti, ad un’esigenza di natura istituzionale di garantire una migliore operatività dei mercati finanziari a livello europeo.

L’ultima Direttiva approvata dall’Unione Europea (*MAD*) prevedeva che gli Stati membri adottassero le opportune misure e sanzioni amministrative per scongiurare il verificarsi di fenomeni di *Market Abuse*, rimettendo poi la possibilità ai legislatori interni di utilizzare anche sanzioni di natura penale.

Posto che tale soluzione non si è rivelata soddisfacente quanto ad efficacia, la Commissione, dopo rilevazioni, studi e consultazioni, ha scelto di elaborare una nuova Proposta di Direttiva atta ad intensificare l’efficacia attuativa del vigente sistema e a modificarne gli aspetti negativi.

È sulla base di tali indicazioni che è nata la Proposta oggetto di analisi.

Tale provvedimento, nello specifico, mira a disciplinare i profili sanzionatori relativi agli illeciti di *Market Abuse*, prefigurandosi come obiettivo quello di rendere più efficace la repressione di tali fenomeni proprio attraverso l’adozione di sanzioni penali⁸.

Essa si compone di due sezioni: un *memorandum* illustrativo e la proposta normativa vera e propria.

Nell’illustrare la Proposta *de qua* si seguirà la struttura della stessa, ritenendo opportuno ripercorrere il *modus operandi* del legislatore europeo.

Si tratterà in via preliminare della relazione introduttiva, per poi passare all’analisi del profilo normativo.

⁸ Per delle riflessioni in merito alle nuove competenze dell’Unione europea in materia penale, *ex multis*, si rinvia a BERNARDI A., *La Competenza penale accessoria dell’Unione Europea: problemi e prospettive*, in www.dirittopenalecontemporaneo.it.

Il *memorandum* non dispiega la sua utilità solo ai fini della presentazione della Proposta normativa, ma appare di rilevante interesse anche per il presente lavoro.

Risulta di particolare utilità quanto in esso espresso e messo in evidenza, posto che emergono tutti i punti più critici della normativa attualmente vigente.

Si passerà, poi, ad analizzare la Proposta vera e propria, mettendo in evidenza possibili differenze rispetto alla normativa nazionale in vigore e cercando di rilevare eventuali modifiche che dovrebbero intervenire ove fosse adottata la Proposta *de qua*.

4. “EXPLANATORY MEMORANDUM”: RELAZIONE INTRODUTTIVA ALLA PROPOSTA

Prima di entrare nel vivo dell'indagine, è di estremo rilievo analizzare il contenuto dell'“*Explanatory memorandum*” che precede la parte normativa.

Tale documento, seppur in modo succinto, illustra chiaramente la situazione attuale a livello europeo, mettendo in evidenza le carenze che la connotano e le ragioni per le quali la Commissione europea ha scelto di intervenire in materia.

Esso, quindi, fornisce un'importantissima base di partenza non solo per comprendere il contenuto normativo della Proposta, ma anche per avere una visione di più ampio respiro sulle problematiche che accompagnano la fattispecie di *Insider trading*.

Posto che ad oggi non ci è dato sapere se e in che termini tale Proposta verrà approvata, è sì importante analizzare il contenuto degli articoli che compongono la Direttiva, ma sembra ancor più utile (in prospettiva *de iure condendo*) utilizzare questo documento per evidenziare eventuali esigenze di riforma.

È solo partendo dalla consapevolezza dei punti critici del sistema che si può arrivare a migliorare l'assetto normativo.

Per tale motivo, la relazione introduttiva sembra costituire la parte più importante della Proposta, essendo toccati in chiave sintetica tutti gli aspetti che è più necessario tenere in considerazione.

Tale documento si suddivide in tre parti: “*Context of the proposal*”, “*Results of the consultations with the interested parties and impact assessments*”, “*Legal elements of the Proposal*”. Premesso che, ai fini del presente lavoro, risulta utile l'analisi della prima e della terza parte, si procederà esclusivamente alla trattazione di questi due paragrafi. La parte

seconda, infatti, è il mero resoconto delle risultanze delle consultazioni intercorse con le parti interessate e della valutazione di impatto.

4. 1. “Context of the proposal”: uno sguardo d’insieme alla situazione attuale a livello europeo

La prima parte della Proposta di Direttiva (c.d. “*Context of the proposal*”) racchiude in sé un puntuale resoconto, elaborato dalla Commissione europea, sulla situazione attuale in Europa relativamente alle misure adottate in seguito alla *Market Abuse Directive* (Dir. 2003/6/CE) dagli Stati Membri e all’efficacia delle misure stesse nella prevenzione di tali fenomeni.

Non può non darsi conto, in via preliminare, di come tale prima parte sia foriera del sentire comune europeo. È evidente, infatti, come la Proposta di Direttiva nasca sulla base di un malcontento istituzionale in relazione all’efficacia delle misure fin ora adottate per combattere gli illeciti di *Market Abuse*.

In tale primo paragrafo vengono ricordate le ragioni poste alla base dell’ultima Direttiva (*MAD*), ossia l’accrescere la fiducia degli investitori nei mercati finanziari e la salvaguardia dell’integrità dei mercati stessi, attraverso l’introduzione di adeguate strutture atte a prevenire i fenomeni di *Market Abuse*.

Si tratta di fenomeni, come ormai noto, che si esplicano sia nella negoziazione di strumenti finanziari da parte di soggetti che si trovano in possesso di informazioni privilegiate (c.d. *Insider trading*), sia nella diffusione di informazioni false o non comprovate che vanno ad influire sul prezzo degli strumenti finanziari (c.d. *Market manipulation*).

Viene ribadito come la precedente Direttiva del 2003 ponesse come assunto di base la necessità che gli Stati membri, conformemente al diritto nazionale proprio di ognuno di essi, riuscissero a garantire l’applicazione della Direttiva stessa. A tal fine la citata Direttiva prevedeva l’adozione da parte dei singoli Stati di misure amministrative accompagnate dalla possibilità di irrogare sanzioni (sempre di natura amministrativa), senza che ciò compromettesse la possibilità per i singoli legislatori di introdurre in via aggiuntiva anche sanzioni penali.

Nel *memorandum* si rileva, inoltre, che affinché la *MAD* potesse essere applicata in modo efficace era altresì necessario che le Autorità competenti disponessero di sanzioni “efficaci, proporzionate e dissuasive”.

Oltre che la predisposizione legislativa di sanzioni appropriate, si poneva l’esigenza concreta che a livello pratico le medesime Autorità disponessero dei mezzi e dei poteri per rilevare ed intervenire sui fenomeni di *Market Abuse*.

La Commissione oggi mette in evidenza che nulla di tutto ciò è attualmente presente a livello europeo⁹. L’Unione, cioè, non conosce sanzioni efficaci e Autorità che operino con poteri e mezzi appropriati.

Quello che maggiormente emerge dal primo punto del *memorandum* è un rilievo critico soprattutto in punto di trattamento sanzionatorio, sia sotto il profilo dell’adeguatezza che sotto quello dell’efficacia.

A tal proposito la Commissione richiama i risultati pubblicati in una Comunicazione del 2010¹⁰ relativa ai regimi sanzionatori inerenti agli illeciti del settore finanziario. Sarà compito della Commissione valutare in quale ambito e relativamente a quali fattispecie introdurre sanzioni penali e fissare delle regole minime per la definizione dei reati e delle sanzioni stesse, come consentito dall’art. 83.2 t.f.u.e. sulla base dei principi di necessità, proporzionalità e sussidiarietà.

Fatto tale *excursus* sugli obiettivi sottesi alla Direttiva 2003/6/CE e sulle problematiche inerenti alla sua effettiva applicazione e dato conto delle valutazioni generali sul sistema sanzionatorio attualmente predisposto per gli illeciti finanziari, la Commissione trae delle conclusioni sull’assetto vigente in materia di *Market Abuse*. Viene rilevato come attualmente l’applicazione della *MAD* non sia efficace e come tale mancanza si ripercuota sui mercati, sia sotto il profilo dell’integrità sia, di conseguenza, sotto quello della fiducia degli investitori.

Si identifica una delle principali cause dell’inefficacia applicativa della *MAD* proprio nell’apparato sanzionatorio, a causa della presenza di due fondamentali problemi.

⁹ La Commissione fa riferimento a quanto rilevato dalla Relazione del gruppo ad alto livello sulla vigilanza finanziaria nell’UE del 25 febbraio 2009, p. 23.

¹⁰ Questi i riferimenti della Comunicazione della Commissione Europea: “Potenziare i regimi sanzionatori nel settore dei servizi finanziari”, COM(2010) 716, 8 dicembre 2010.

CAPITOLO QUARTO

In primo luogo, la Commissione evidenzia come nessuna delle misure attualmente adottate dagli Stati membri per combattere gli illeciti di Abuso di mercato sia efficace e sufficientemente dissuasiva. Le strutture attualmente in uso sono troppo deboli per garantire un'adeguata applicazione della *MAD*.

In secondo luogo, la Commissione mette in luce la mancanza di omogeneità all'interno dell'Unione in merito alla definizione dei fenomeni di *Market Abuse*. Si sottolinea, infatti, come cambi in modo considerevole da Stato a Stato la definizione dei comportamenti di abuso che costituiscono il rispettivo illecito.

Tale eterogeneità produce una serie di effetti distorsivi. Posto che l'abuso di mercato può essere (come molto spesso accade) transfrontaliero, il soggetto che pone in essere una condotta di tal genere potrebbe approfittare della predetta diversità normativa, realizzando gli illeciti in quegli ordinamenti interni che non prevedono sanzioni penali per detti comportamenti.

Attualmente, infatti, non tutti gli Stati membri sanzionano penalmente l'Abuso di informazioni privilegiate e, ancora, la definizione dell'illecito (sia esso amministrativo o penale) varia quanto a contenuto da Stato a Stato.

Le divergenze in punto di identificazione del fatto illecito consentono, in altre parole, all'autore del fatto di reato di scegliere l'ordinamento più clemente, essendoci ordinamenti interni all'Unione che reprimono solo alcuni dei fenomeni di *Market Abuse*.

Pertanto, sulla base di queste considerazioni, la Commissione europea ha elaborato la Proposta di Direttiva che si andrà ad analizzare, concepandola come provvedimento rafforzativo di rivisitazione dell'attuale sistema.

Infatti, mentre con la *MAD* si riteneva sufficiente a livello repressivo lo strumento amministrativo, attualmente, rilevata l'inefficacia, sembra emergere l'esigenza di potenziare i profili penalistici.

Ciò non toglie, come si vedrà nel seguito del presente lavoro, che la proponenda Direttiva andrebbe ad allacciarsi al correlato Regolamento. La nuova disciplina in tema di *Market Abuse* sembra essere, cioè, concepita su due piani: la Direttiva andrebbe ad implementare il settore penale, rimanendo il profilo amministrativo di competenza del Regolamento.

4. 2. “*Legal elements of the Proposal*”

La terza parte del *memorandum* introduttivo risulta di evidente rilievo. Da un lato illustra i principi giuridici che permettono, sulla base del vigente Diritto europeo, di elaborare un provvedimento normativo come quello in esame e, da un altro lato, illustra, seppur concisamente, la struttura della Direttiva che viene proposta.

Per quel che riguarda la base giuridica che sorregge il provvedimento in esame, vengono richiamati, innanzitutto, i principi di sussidiarietà e proporzionalità (art. 5 t.u.e.) che devono guidare l’agire dell’Unione Europea.

La Commissione europea, infatti, giustifica esplicitamente il suo intervento spiegando che, in virtù del principio di sussidiarietà, in relazione agli Abusi di mercato si è resa evidente l’esigenza di intervenire a livello unitario.

Come già detto, la natura transfrontaliera di questi fenomeni, infatti, rende necessario un intervento sovranazionale che meglio consenta di coordinarne la repressione.

Inoltre, viene specificato come il predetto intervento, in base al principio di proporzionalità, sarà limitato al conseguimento degli obiettivi di efficacia repressiva illustrati nella parte prima del *memorandum*.

Deve tenersi presente che la possibilità per l’Unione Europea di porre delle regole unitarie a livello penale trova la sua base normativa nell’art. 83.2 t.f.u.e.. Tale articolo prevede, infatti, la possibilità per l’Unione di predisporre delle Direttive che stabiliscano regole minime di definizione degli illeciti penali e delle sanzioni correlate, qualora tale intervento riguardi un’area di politica europea soggetta a misure di armonizzazione.

Come precisato anche dalla Commissione europea stessa il fatto che con la Direttiva vengano poste delle regole minime di tutela penale consente agli Stati membri di adottare o mantenere eventuali norme di diritto penale più severe sotto il profilo repressivo.

Fatte tali premesse sulle basi giuridiche che legittimano l’intervento di revisione della disciplina a livello unitario, viene illustrata la struttura della Proposta.

Ai fini del presente lavoro, si passerà, quindi, ad analizzare la vera e propria Proposta, cercando di mettere in evidenza eventuali profili di novità.

5. ANALISI DELLA PROPOSTA DI DIRETTIVA

La Direttiva, così come elaborata dalla Commissione Europea, si compone di 13 articoli. Si tratta, quindi, di un provvedimento agile e non particolarmente complesso sotto il profilo definitorio.

Nell'economia di questa indagine, si è scelto di non soffermarsi sull'analisi di tutti gli articoli che la compongono¹¹.

L'art. 1 delimita l'ambito operativo della Direttiva specificando quanto già in precedenza detto. Viene indicato che la Direttiva ha come obiettivo quello di porre le regole minime per le sanzioni penali in materia di Abusi di mercato.

Per quel che riguarda, invece, la delimitazione dei concetti funzionali alla definizione delle condotte criminose viene fatto espresso rinvio al correlato Regolamento. L'art. 2, infatti, prevede che per la definizione dei concetti di strumento finanziario e informazione privilegiata è necessario far riferimento rispettivamente all'art. 2, par. 1 e all'art. 6 del correlato Regolamento.

5. 1. Definizione della fattispecie penale di Abuso di informazioni privilegiate (art. 3)

La Direttiva in esame delinea in modo molto essenziale l'illecito penale di Abuso di informazioni privilegiate. Essa, infatti, come più volte ribadito, si prefigge il compito di individuare le regole minime di definizione dell'ipotesi criminosa.

A conferma del carattere penale delle ipotesi descritte soccorre l'art. 6, ove viene specificato che gli Stati membri devono provvedere all'adozione delle misure necessarie affinché il reato di cui all'art. 3 sia punito "con sanzioni penali efficaci, proporzionate e dissuasive".

Per la definizione vera e propria dell'illecito va fatto riferimento all'art. 3 della Direttiva, ove viene stabilito che gli Stati membri hanno il compito di reprimere penalmente due tipologie di condotte, qualora connotate dall'elemento dell'intenzionalità.

È, quindi, necessario ricostruire la delineaanda fattispecie per punti.

¹¹ Si precisa, infatti, che gli articoli conclusivi della Proposta di Direttiva si discostano dall'argomento oggetto del presente lavoro. Essi riguardano, infatti, le modalità attuative della Direttiva stessa e la sua entrata in vigore. Nello specifico, si fa riferimento agli artt. 9, 10, 11, 12 e 13.

L'art. 3, infatti, si limita a dettare i canoni per individuare elemento soggettivo e condotte, senza nulla dire in relazione ai soggetti attivi del reato.

Ipotizzando, pertanto, una trasposizione del dettato europeo nel nostro ordinamento, qualora il legislatore italiano si attenesse al *minimum* indicato nella Direttiva, ne risulterebbe un reato a soggettività aperta. Ove, invece, come consentito, il legislatore nazionale ritenesse opportuno mantenere l'impianto attualmente in vigore, l'illecito penale potrebbe continuare a mantenere la struttura del reato proprio. Quanto all'indicazione dei possibili soggetti attivi, essa sarebbe rimessa allo stesso legislatore nazionale.

Quanto all'elemento soggettivo, il riferimento all'intenzionalità è chiaro. Sembra richiamato in modo evidente il concetto di dolo proprio dell'ordinamento italiano. Ovviamente, essendo quelle dettate della Direttiva solo delle regole minime, il legislatore italiano potrebbe delineare la forma di dolo ritenuta più opportuna.

È necessario valutare, però, quanta ampiezza potrebbero assumere i margini di manovra del nostro legislatore. Se, infatti, la Direttiva fa riferimento all'intenzionalità, l'eventuale connotazione dell'elemento soggettivo in termini di dolo specifico potrebbe apparire in contrasto con essa. Il dolo specifico, infatti, pur mantenendo la connotazione di intenzionalità, potrebbe sembrare una restrizione alla sfera operativa della fattispecie, inserendo un ulteriore elemento definitorio.

Sarebbe, quindi, necessario valutare in che termini interpretare le indicazioni contenute nella Direttiva, capendo l'esatta portata delle regole minime.

Per quanto attiene alle condotte, invece, l'articolo in esame indica due modalità esecutive: vengono delineate la condotta di acquisto/cessione e quella di comunicazione.

Nello specifico, la condotta di comunicazione non sembra introdurre alcuna novità rispetto alla normativa attualmente vigente in Italia.

Va, infatti, ribadito che la Proposta normativa si rivolge a tutti gli Stati europei imponendo di disciplinare penalmente le condotte ivi indicate, sul presupposto che non tutti gli ordinamenti nazionali ad oggi conoscono una repressione del fenomeno di tipo penale.

CAPITOLO QUARTO

Come già visto nei Capitoli precedenti, nel nostro ordinamento la condotta che si esplica nella comunicazione a terzi di un'informazione privilegiata è già oggetto di disciplina penale ai sensi dell'art. 184, co. 1, lett. b) t.u.f..

Anche nella Direttiva *de quo*, come nella normativa vigente, verrebbe riconosciuta la causa di giustificazione data dall'esercizio delle funzioni lavorativo-professionali. Pertanto, qualora la comunicazione dovesse avvenire all'interno dello svolgimento dell'attività lavorativa sarebbe giustificata dall'ordinamento, così come a tutt'oggi avviene.

In relazione alla condotta di acquisto o cessione di strumenti finanziari sulla base di un'informazione privilegiata, invece, potrebbe ravvisarsi un elemento di novità nelle indicazioni contenute nella Direttiva rispetto a quanto previsto del legislatore italiano del 2005.

Infatti, parrebbero rientrare nelle condotte punibili anche l'annullamento o la modifica di un ordine concernente uno strumento finanziario. Nello specifico si andrebbe a punire il comportamento di chi, ad ordine già effettuato, sia venuto a conoscenza di un'informazione privilegiata e, in conseguenza, annulli o modifichi il predetto ordine sulla base di tale informazione.

Viene correttamente specificato che l'ordine di acquisto dovrebbe essere stato effettuato prima che il soggetto attivo sia entrato in possesso dell'informazione privilegiata. Solo così, infatti, si può ipotizzare che il possesso dell'informazione privilegiata abbia influito sul processo motivazione diretto ad annullare o modificare l'ordine effettuato in precedenza.

Tale scelta legislativa incontra il favore di chi scrive. Essa, infatti, come già evidenziato in precedenza¹², andrebbe a colmare una mancanza del nostro legislatore sotto tale profilo. Una siffatta condotta appare degna di repressione penale, posto che il disvalore in essa ravvisabile sembra essere il medesimo che sussiste nella condotta di acquisto di uno strumento finanziario.

¹² Si veda a tal proposito Capitolo III, par. 3.1.1, ove viene rilevato come un simile intervento apparirebbe giustificato sulla base del principio di offensività al bene giuridico.

5. 2. Delimitazione dell'ambito di rilevanza penale

Oltre alle indicazioni relative alla definizione dell'illecito penale in sé, la Proposta di Direttiva contiene ulteriori indicazioni inerenti alla rilevanza penale delle ipotesi di *Insider trading*.

L'art. 5 stabilisce che l'istigazione, il favoreggiamento, la complicità e il tentativo di commettere il reato delineato all'art. 3 siano puniti a titolo di reato.

È indicato, inoltre, che gli Stati membri dovranno adottare le misure necessarie affinché ciò avvenga.

Nel nostro ordinamento, come si è già avuto modo di spiegare¹³, il tentativo è ammesso in relazione ad entrambe le tipologie di illecito di Abuso di informazioni privilegiate. Pertanto, ai sensi del combinato disposto degli art. 56 c.p. e 184 t.u.f., il nostro sistema giuridico già prevede la repressione del tentativo di *Insider trading* a titolo di reato.

Da una lettura unitaria della Proposta di Direttiva e della Proposta di Regolamento, sembrerebbe, però, che l'intento del legislatore europeo sia quello di dar vita ad una previsione di reato autonomo in relazione al tentativo di Abuso di informazioni privilegiate.

In tal caso, è dubbio se dovrebbe ritenersi necessario un intervento normativo del legislatore italiano diretto a recepire tale previsione¹⁴.

5. 2. 1. Responsabilità delle persone giuridiche

La Proposta di Direttiva effettua anche un riferimento alla responsabilità delle persone giuridiche, trattandone agli artt. 7 e 8.

L'art. 7 configura la responsabilità da reato in capo alle persone giuridiche, richiamando alla mente del giurista italiano la disciplina dettata dal d. lgs. 231/2001.

Attualmente tale decreto all'art. 25 *sexies* commina la responsabilità dell'ente in relazione alla fattispecie di Abuso di informazioni privilegiate così come disciplinata nel t.u.f.; schema che sembra essere richiamato dall'art. 7 della Proposta in esame.

¹³ Si veda a tal proposito Capitolo III, par. 5.

¹⁴ Quanto rileva *supra* in relazione al tentativo varrebbe a fortiori per le ipotesi di istigazione, favoreggiamento e complicità. Senza voler approfondire l'argomento, basti pensare alla possibilità di far ricorso alle norme che disciplinano il concorso di persone nel reato (artt. 110 ss. c.p.) e il favoreggiamento personale (art. 378 c.p.).

CAPITOLO QUARTO

Il par. 1 dell'art. 7, infatti, fa riferimento ad ipotesi di responsabilità della persona giuridica nel caso in cui il reato sia stato commesso a vantaggio di quest'ultima da un "soggetto che detenga una posizione preminente in seno alla persona giuridica".

A tal proposito vengono anche delineati dei criteri di collegamento che delimitano il novero di persone fisiche che, commettendo uno dei reati di cui agli artt. 3 e 5 della Direttiva, potrebbero far sorgere la responsabilità in capo alla persona giuridica.

Innanzitutto, il legislatore europeo specifica che la posizione di preminenza della persona fisica può essere individuale o derivare dall'appartenenza ad un organo della persona giuridica.

Sono dati tre criteri che consentono di delineare tale rapporto. La posizione di preminenza può, in altri termini, derivare dal potere di rappresentanza (lett. a, par. 1), dal potere di prendere decisioni per conto della persona giuridica (lett. b, par. 1) e dall'esercizio del controllo sulla persona giuridica (lett. c, par. 1).

Il par. 2 dell'art. 7 individua, poi, le ipotesi di responsabilità da reato commesso da soggetti sottoposti. Le persone giuridiche risponderanno dell'illecito nel caso in cui esso sia stato commesso da un soggetto sottoposto all'autorità di uno dei soggetti di cui al par. 1, in caso di carenza di sorveglianza o controllo da parte di quest'ultimo.

È evidente come quanto delineato dal legislatore europeo sia già oggetto di specifica disciplina nell'ordinamento italiano.

Le regole minime predisposte dalla Direttiva in commento, infatti, sembrano trovare già compiuto recepimento nel nostro sistema giuridico.

Pare, infatti, potersi escludere ad una prima lettura del testo proposto dalla Commissione europea che sia comminata una responsabilità di tipo penale per la persona giuridica. Si parla semplicemente di responsabilità da reato, elemento quest'ultimo che sembrerebbe consentire conclusioni come quelle suesposte.

Se, invece, le parole del legislatore europeo dovessero essere intese come introduttive di una responsabilità di natura penale, potrebbero sorgere dei problemi di recepimento della Direttiva stessa nel nostro ordinamento. È ben noto, infatti, come molte siano le resistenze alla regolamentazione a chiare lettere di una responsabilità

penale delle persone giuridiche. Dato confermato dall'aperta *querelle* dottrinale sulla natura della responsabilità degli enti di cui al d. lgs. 231/2001¹⁵.

Si propende, invero, per un'interpretazione dell'art. 7 della Direttiva proposta più aderente al dato letterale, cosa che consentirebbe un eventuale recepimento dello stesso anche nell'ordinamento italiano.

Il par. 3 dell'art. 7 effettua, poi, una precisazione relativa alla responsabilità delle persone fisiche autrici del fatto di reato. Viene specificato, infatti, che la responsabilità delle persone giuridiche non esclude la rispettiva responsabilità della persona fisica.

Anche sotto questo profilo sembra ravvisarsi una similitudine con la struttura del d. lgs. 231/2001 (art. 8), ove è prevista la sussistenza di due binari autonomi di responsabilità rispettivamente per l'ente e per la persona fisica ad esso collegata.

Conclusivamente, in merito alle sanzioni da prevedere in relazione alla responsabilità delle persone giuridiche, l'art. 8 della Proposta di Direttiva indica semplicemente che gli Stati membri adottino le misure necessarie affinché siano comminate sanzioni "efficaci, proporzionate e dissuasive".

6. "PROPOSTA DI REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO RELATIVO ALL'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E ALLA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO (ABUSI DI MERCATO)": SGUARDO D'INSIEME ALLA RELAZIONE INTRODUTTIVA

Come ampiamente illustrato in precedenza, la Proposta di Direttiva si connota per avere un contenuto inerente ai profili penali e sanzionatori delle fattispecie di Abuso di mercato. La Proposta di Regolamento, invece, si caratterizza per abbracciare in modo più ampio tutte le problematiche sottese a tali fenomeni.

All'interno della stessa, infatti, sono previste delle innovazioni normative relative non solo agli illeciti di *Market Abuse*, ma anche alla struttura dei mercati, alle tipologie di negoziazioni e di strumenti finanziari.

Ai fini del presente lavoro ci si soffermerà sui profili di natura sanzionatoria, più precisamente, sull'illecito amministrativo di *Insider trading* così come rivisto nel Regolamento *de quo*.

¹⁵ Sul punto, non potendo essere questa la sede per dar conto di tale questione, si rinvia a AMBROSETTI E. M. – MEZZETTI E. – RONCO M., *Diritto penale dell'impresa*, cit., 46.

CAPITOLO QUARTO

Anche in questo caso la vera e propria proposta normativa è preceduta da una Relazione introduttiva suddivisa in tre sezioni.

A differenza di quanto evidenziato trattando della Direttiva, la prima parte della Relazione (“*Context of the proposal*”) si connota per essere una descrizione succinta dei motivi che stanno alla base dell’intervento normativo stesso. Si fa principalmente riferimento all’esigenza stringente di preservare l’integrità dei mercati. A causa della crisi finanziaria che ha investito tutta l’Europa, è stata messa maggiormente in rilievo la necessità di intervenire sotto questo profilo, rafforzando la vigilanza e la regolamentazione finanziaria¹⁶.

Viene spiegato, infatti, come, rispetto al momento di adozione della *MAD*, si sia modificato il panorama di riferimento. Gli sviluppi sul piano tecnologico e di mercato hanno messo in evidenza delle lacune normative relativamente alla regolamentazione dell’agire sui mercati finanziari.

Viene specificato, poi, come la Commissione sulle sanzioni nel settore dei servizi finanziari¹⁷ abbia rilevato la necessità di rivedere i poteri sanzionatori così come attualmente regolati al fine di giungere ad una convergenza degli stessi.

La prima parte della Relazione introduttiva termina con un’efficace, seppur concisa, elencazione delle finalità sottese all’intervento normativo: potenziare l’integrità dei mercati e la tutela degli investitori. Obiettivo che vuole essere raggiunto attraverso una regolamentazione unitaria da porre in essere con un testo normativo unico.

La seconda parte della Relazione introduttiva (“*Results of the consultations with the interested parties and impact assessments*”) presenta le medesime caratteristiche della corrispondente sezione della Proposta di Direttiva.

Viene dato conto dei risultati derivanti dalle consultazioni intercorse con i massimi esponenti in materia e dalle relazioni elaborate sul punto.

La Commissione, inoltre, indica brevemente quali saranno i criteri di valutazione delle opzioni dirette a regolamentare i mercati: “impatto sulle parti interessate,

¹⁶ La Commissione fa espreso riferimento alle suddette esigenze, richiamando quanto messo in evidenza nella Relazione del gruppo ad alto livello sulla vigilanza finanziaria nell’UE del 25 febbraio 2009, p. 23.

¹⁷ La Commissione europea richiama espressamente la Comunicazione della Commissione, Riesame dello “*Small Business Act*” per l’Europa, COM(2011) 78 definitivo, 23 febbraio 2011 e la Comunicazione della Commissione Europea “Potenziare i regimi sanzionatori nel settore dei servizi finanziari”, COM(2010) 716 definitivo, 8 dicembre 2010.

efficacia ed efficienza”. Le opzioni scelte produrranno miglioramenti quanto alla lotta contro gli Abusi di mercato.

Viene sottolineato, ancora, come rispetto alla *MAD*, sarà ampliato l’ambito di operatività della normativa; verrà meglio specificato il tipo di strumenti e mercati finanziari che saranno oggetto di disciplina, tenendo conto anche delle nuove tipologie sviluppatesi.

In tal modo si dovrebbe raggiungere il risultato prefissato: accrescere l’integrità dei mercati e, di conseguenza, la tutela degli investitori.

Fatte tali brevi precisazioni in relazione alle prime due sezioni della Relazione introduttiva, ci si soffermerà ora sulla terza parte dedicata ai fondamenti giuridici della Proposta e alla sua struttura.

6. 1. Elementi giuridici della Proposta di Regolamento

La terza parte della Relazione introduttiva (“*Legal elements of the Proposal*”) richiede un’analisi più approfondita rispetto alle precedenti sezioni, in relazione alle quali si è ritenuto opportuno dar meramente conto del loro contenuto.

Questa sezione può, a sua volta, essere scomposta in due sottoparagrafi: uno dedicato alla base giuridica che giustifica la legittimità della Proposta stessa e la sua conformità ai principi di Diritto europeo e uno dedicato all’illustrazione sintetica del contenuto della Proposta normativa.

Si tratterà, pertanto, separatamente di queste due parti.

6. 1. 1. Base giuridica: conformità ai principi di Diritto europeo

In primo luogo, la Commissione chiarisce che la Proposta di Regolamento in esame trova la sua base giuridica nell’art. 114 t.f.u.e., specificando che nel settore degli Abusi di mercato lo strumento del Regolamento è quello che risulta essere più idoneo. Infatti, l’applicabilità diretta del Regolamento all’interno degli Stati membri agevola il conseguimento dell’obiettivo di armonizzazione dei mercati interni e “contribuisce al funzionamento del mercato unico”.

Vengono, poi, richiamati i principi di sussidiarietà e proporzionalità ai sensi dell’art. 5 t.u.e..

Come già detto in precedenza, il principio di sussidiarietà impone che l'Unione intervenga solamente quando gli obiettivi prefissati non possono essere raggiunti se non con un intervento unitario.

Nel caso di specie, si evidenzia come i fenomeni di *Market Abuse*, pur riguardando anche gli Stati membri nella loro individualità, possono essere meglio repressi se considerati a livello transfrontaliero. Se così non fosse, infatti, sussisterebbe il rischio concreto che le normative nazionali continuino ad essere aggirate, come già illustrato trattando della Proposta di Direttiva¹⁸.

In merito al principio di proporzionalità, invece, la Commissione si limita a specificare che l'intero intervento di revisione delle strategie e della normativa vigente in materia di *Market Abuse* è stato sorretto da suddetto principio.

6. 1. 2. Illustrazione del contenuto della Proposta di Regolamento

Si è già visto come la Relazione introduttiva contiene un'apposita sottosezione dedicata all'illustrazione dettagliata del contenuto della Proposta normativa in oggetto. Si ritiene opportuno soffermarsi sull'analisi della predetta sottosezione in modo tale da fornire una panoramica completa, seppur in via riassuntiva, della struttura del Regolamento.

Esso risulta suddiviso in quattro Capi.

Il primo contiene le disposizioni generali ed è suddiviso, a sua volta, in quattro Sezioni. La prima e la seconda Sezione riguardano l'oggetto, il campo di applicazione e le relative esenzioni.

Quanto all'oggetto, viene ribadito che il Regolamento *de quo* è diretto ad istituire “un quadro normativo comune sugli abusi di mercato” per garantire l'integrità dei mercati e tutelare gli investitori.

Si fa, poi, riferimento al campo di applicazione¹⁹. Vengono elencati gli strumenti finanziari, le tipologie di negoziazione e i mercati di riferimento che rientrano nell'area di operatività della nuova normativa.

Viene precisata l'importanza dell'estensione dell'ambito applicativo, al fine di evitare arbitraggi normativi fra le varie sedi di negoziazione.

¹⁸ Si veda il precedente par. 2.2.

¹⁹ A tal proposito si precisa che è la Sezione 2 del Capo I a riguardare le “Esclusioni dal campo di applicazione”.

La terza Sezione contiene le definizioni dei concetti maggiormente rilevanti ai fini del Regolamento stesso, come ad esempio quella di strumento finanziario.

La quarta Sezione, invece, attiene più da vicino all'oggetto del presente lavoro, essendo dedicata alla definizione dei concetti di informazione privilegiata e di Abuso di informazioni privilegiate, così come rilevanti ai fini del Regolamento in esame.

Il Capo II, che riguarda nello specifico gli Abusi di mercato, sarà oggetto di analisi dettagliata nel prosieguo del presente lavoro.

Nella spiegazione della Proposta viene illustrato come sia possibile abusare di un'informazione privilegiata anche prima che essa diventi oggetto degli obblighi di comunicazione al mercato gravanti sull'emittente. Nello specifico, si fa riferimento ad ipotesi in cui l'informazione non è ancora così precisa per poter essere divulgata, ma riveste i caratteri dell'informazione privilegiata rilevante ai fini della disciplina sul *Market abuse*.

Il Capo III tratta degli obblighi di comunicazione predetti. Viene messa in evidenza l'importanza dei registri delle persone aventi accesso alle informazioni privilegiate ai fini delle indagini da parte delle Autorità competenti.

Viene precisato, inoltre, l'ambito degli obblighi di segnalazione in relazione ad operazioni realizzate da persone che svolgono funzioni di direzione all'interno dell'emittente.

Il Capo IV disciplina i poteri delle Autorità competenti. In tal senso il Regolamento andrebbe ad ampliare il novero di informazioni alle quali le Autorità possono avere direttamente accesso, al fine di indagare casi di possibile abuso.

Viene, inoltre, concepita apposita disciplina per consentire alle Autorità di accedere a locali privati e sequestrare documenti. Si tratta di possibilità delle quali, ad oggi, non tutte le Autorità possono disporre, col rischio che eventuali abusi di mercato non vengano repressi.

Ancora, viene previsto che le Autorità competenti possano disporre, nei modi indicati, delle registrazioni relative al traffico telefonico o allo scambio di dati.

Il Capo V, infine, attiene alle sanzioni amministrative, in relazione alle quali il Regolamento pone delle regole minime in modo tale da ridurre il dislivello normativo sussistente fra Stato e Stato. Questo al fine di abbattere l'arbitraggio normativo, che mina l'integrità del mercato unico.

Si fa, inoltre, riferimento all'importanza rivestita dalle segnalazioni degli abusi alle Autorità competenti. Per tale motivo nel Regolamento è prevista un'adeguata tutela per chi effettui siffatte segnalazioni.

Dopo aver brevemente illustrato la struttura del Regolamento proposto dalla Commissione, ci si soffermerà ora sull'analisi delle parti del Regolamento stesso che risultano più rilevanti nell'economia della presente indagine.

7. ANALISI DELLA PROPOSTA DI REGOLAMENTO

Si è già avuto modo di illustrare come la Proposta di Regolamento, a differenza di quella di Direttiva, abbracci una serie di problematiche che, pur essendo strettamente connesse fra loro, non possono essere tutte oggetto della presente analisi. Si è scelto, pertanto, di trattare solo quelle che riguardano più da vicino l'*Insider trading*.

Ci si soffermerà, quindi, sul concetto di informazione privilegiata e sulla definizione dell'illecito amministrativo di Abuso di informazioni privilegiate.

7.1. Il concetto di informazione privilegiata

Il concetto di informazione privilegiata trova definizione all'art. 6 del Regolamento²⁰. Tale articolo alla lett. a)²¹ prevede che debba intendersi per informazione privilegiata ogni informazione dal carattere preciso, non ancora resa pubblica, inerente un'emittente o strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influenzare il prezzo degli strumenti finanziari.

I riferimenti principali contenuti in tale definizione sono pressoché identici a quelli dettati dal nostro art. 181 t.u.f..

La coincidenza con la disciplina italiana si ritrova anche ai successivi parr. 2 e 3 dell'art. 6. Vengono definiti, rispettivamente, il carattere preciso dell'informazione

²⁰ Va precisato che il Capo 3 riguarda anch'esso l'informazione privilegiata, ma sotto il profilo della *disclosure*. Esso, infatti, disciplina gli obblighi di comunicazione. Per la disciplina vigente nel nostro ordinamento si rinvia a quanto detto al Capitolo II, par. 2.

²¹ Le lettere b), c), d) ed e) del suddetto art. 6 riguardano, rispettivamente, gli strumenti derivati su merci, le quote di emissione o i prodotti oggetto di vendita all'asta correlati, le persone incaricate di eseguire ordini relativi a strumenti finanziari, le informazioni non rientranti nelle lettere precedenti ma che un investitore ragionevole potrebbe considerare rilevanti.

privilegiata²² e la c.d. *price sensitivity*²³, ricalcando la normativa attualmente vigente nel nostro ordinamento.

A tal proposito va evidenziato come la Commissione europea abbia seguito testualmente la definizione contenuta nella *MAD*.

Gli unici elementi di novità sono dati dal richiamo alle nuove categorie di elementi che possono essere oggetto dell'informazione stessa²⁴.

7. 2. Definizione dell'illecito amministrativo di Abuso di informazioni privilegiate

La Proposta di Regolamento tratta dell'Abuso di informazioni privilegiate all'art. 7, Sezione 4, Capo 1 e all'intero Capo 2.

Nello specifico, il citato art. 7 disciplina sia l'Abuso di informazioni privilegiate sia la Comunicazione impropria di tali informazioni.

La dicitura utilizzata dal legislatore europeo non deve, però, trarre in inganno. Infatti, quella che in sede di Regolamento viene indicata come "Comunicazione impropria", altro non è che la condotta di *Tipping*, già nota anche in ambito italiano²⁵.

Il par. 1 dell'art. 7 delinea la condotta principe di *Insider trading*. Oltre a quanto già noto all'interprete, vengono introdotte delle modalità esecutive nuove.

Si fa riferimento all'annullamento e alla modifica di un ordine, inoltrato prima di essere entrati nel possesso dell'informazione privilegiata.

Tale previsione sembra costituire una novità di estremo rilievo, come già rilevato trattando del divieto penale contenuto nella Proposta di Direttiva²⁶.

Il par. 2 del medesimo articolo configura l'ipotesi del tentativo di Abuso di informazioni privilegiate, ricalcano pedissequamente la condotta indicata al par. 1.

Come già evidenziato trattando della Proposta di Direttiva, anche in questo caso la normativa italiana vigente sembra trovare già sede per tali questioni.

²² Si veda a tal proposito Capitolo II, par. 5.

²³ Si veda a tal proposito Capitolo II, par. 6.

²⁴ Si fa riferimento alle nuove categorie introdotte alle lettere b), c), d), e) del par. 1, art. 6.

²⁵ Si veda Capitolo I, sez. I, par. 3.4 e par. 3.4.1 e Capitolo III, par. 3.2, par. 3.2.1 e par. 3.3.

²⁶ Per un approfondimento delle problematiche inerenti all'annullamento/modifica dell'ordine si rinvia a quanto precedentemente illustrato al par. 5.1.

CAPITOLO QUARTO

I parr. 3 e 4 illustrano, rispettivamente, le condotte di raccomandazione e induzione al compimento di operazioni finanziarie e di comunicazione impropria dell'informazione, senza apportare alcuna innovazione rispetto alla situazione attuale.

Il par. 8, invece, sembra introdurre una novità. Esso disciplina un'ipotesi in cui il par. 1 non deve applicarsi. Si fa riferimento ai casi in cui l'operazione finanziaria sia posta in essere "per ottemperare un obbligo di acquisto o cessione" giunto a scadenza o concluso prima che la persona fosse in possesso dell'informazione privilegiata.

Pare che in tal modo il legislatore abbia configurato una sorta di causa di giustificazione, analoga a quella già prevista in relazione alla condotta di comunicazione dell'informazione.

Va precisato che il par. 8 fa riferimento esclusivamente alle condotte di cui al par. 1. Sembra doversi escludere, pertanto, che tale scriminante possa operare in relazione alle altre condotte tipiche. A tal proposito, sembra corretta la scelta effettuata dal legislatore comunitario, posto che la predetta esclusione mal si concilierebbe con la comunicazione, la raccomandazione e l'induzione.

Il par. 5, in fine, definisce la soggettività attiva dell'illecito amministrativo, specificando che i parr. 1, 2, 3 e 4 possono applicarsi ai soggetti che possiedono un'informazione privilegiata in ragione di alcuni nessi funzionali. Nello specifico vengono riproposte tutte le categorie già note all'ordinamento italiano²⁷.

La seconda parte del paragrafo in esame richiama, poi, il co. 4 dell'art. 187 *bis* t.u.f., introducendo un'ipotesi di responsabilità colposa, elemento che abbiamo visto essere escluso in relazione all'illecito penale delineato nella Direttiva per il quale è richiesta l'intenzionalità.

Nel caso in cui la persona di cui ai parr. 1 e 2 sia una persona giuridica, risponderanno dell'illecito in esame anche le persone fisiche che hanno concorso nella formazione della decisione di acquisto o cessione da parte della persona fisica.

Il Capo 2 (art. 9) dà corpo alla fattispecie amministrativa di *Insider trading*, indicando le condotte non consentite. A tal fine vengono richiamate le condotte descritte all'art. 7 di cui sopra.

²⁷ Non essendo stata introdotta alcuna novità di rilievo in relazione ai nessi soggettivi di collegamento, si rinvia all'analisi svolta al Capitolo III, par. 2.

7. 3. Riflessioni conclusive

Tutto quanto detto fin qui consente di svolgere delle brevi riflessioni d'insieme.

Innanzitutto, appare evidente l'esigenza di uniformare la normativa sul *Market Abuse* a livello europeo, migliorandone l'effettività. Si tratta di un dato che emerge sia dalla pronuncia della Corte di Giustizia di cui si è trattato, sia da entrambe le relazioni introduttive delle Proposte che sono state analizzate.

In secondo luogo, lo studio delle due Proposte sembra aver messo in evidenza come l'Italia disponga di una normativa molto simile a quella che la Commissione europea vorrebbe raggiungere.

Sembra, quindi, che il sistema italiano ben risponda ai più recenti indirizzi europei. Rimane il fatto che, il recepimento di canoni definitivi che non appartengono al nostro sistema crea dei problemi interni quanto a determinatezza della fattispecie.

Inoltre, le novità che verrebbero introdotte con le suddette Proposte trovano il favore di chi scrive. Ci si riferisce, su tutte, alle nuove condotte di annullamento/modifica di operazioni su strumenti finanziari già poste in essere.

Va ricordato, però, che parte della dottrina italiana non si è dimostrata favorevole alla repressione dell'ipotesi di *Insider non trading*. Alcuni autori sostengono, infatti, che la mancata disciplina di tale condotta non debba essere intesa come *lacuna legis*, bensì come una corretta scelta di politica criminale²⁸.

Concludendo, pare potersi affermare che il nostro sistema appare conforme alle linee europee e pronto al recepimento di eventuali modifiche, così come già rilevato. Ciò non toglie che, pur essendoci una buona conformità a livello europeo, la disciplina sembra scontrarsi con i canoni interni tipici del nostro diritto penale.

²⁸ Per una più precisa trattazione del problema si rinvia al Capitolo III, par. 3.1.1. Su tutti, si veda NAPOLEONI V., *L'insider trading*, in SANTORIELLO C. (a cura di), *La disciplina penale dell'economia – Società, fallimento, finanza*, cit., 714.

CONCLUSIONI

SOMMARIO: 1. Cenni preliminari – 2. L'assenza di coerenza del Diritto penale economico: l'autonomia (fittizia?) degli illeciti finanziari - 3. Effettività nella repressione dell'*Insider trading*: un sistema efficace?

1. CENNI PRELIMINARI

A conclusione della presente indagine, si sente ora l'esigenza di mettere compiutamente in rilievo gli aspetti maggiormente rilevanti di quanto fin qui esposto. Il *ril rouge* di queste riflessioni vuole essere la valutazione dell'effettività e della coerenza del sistema così come ad oggi strutturato.

A tal fine è opportuno precisare che sarà necessario procedere su due piani separati, seppur intimamente collegati l'uno con l'altro.

La valutazione che ci si prefigura di effettuare dovrà essere svolta sia sotto il profilo del diritto interno che sotto quello del diritto sovranazionale europeo.

Nel corso del presente lavoro si è cercato di mettere in evidenza più volte quelle che sono le problematicità del sistema, auspicando delle modifiche della disciplina vigente.

È altrettanto evidente, però, che un eventuale intervento di riforma del legislatore nazionale non potrebbe, comunque, andare contro i dettami europei in materia di *Market Abuse*. Per questo motivo, è necessario considerare entrambi i piani di operatività della normativa.

2. L'ASSENZA DI COERENZA DEL DIRITTO PENALE ECONOMICO: L'AUTONOMIA (FITTIZIA?) DEGLI ILLECITI FINANZIARI

Per poter effettuare una valutazione consapevole della bontà della disciplina in materia di Abuso di informazioni privilegiate è d'obbligo allargare il proprio raggio d'azione e andare a considerare la predetta disciplina in relazione al sistema nel quale è inserita.

Nello specifico, si sente l'esigenza di considerare il Diritto penale economico nel suo complesso, esaminandone i profili critici.

Andando per gradi, la coerenza del sistema repressivo può essere valutata in primo luogo guardando all'ambito degli illeciti finanziari.

CONCLUSIONI

Si impone, pertanto, un breve confronto con la disciplina dettata per la fattispecie di Manipolazione del mercato (art. 185 t.u.f.)¹. Quest'ultima, infatti, assieme all'*Insider trading* costituisce il cuore della disciplina prevista per reprimere i fenomeni di *Market Abuse*.

Entrambe le fattispecie citate sono state oggetto dell'ultimo intervento di riforma del 2005, diretto a recepire la *Market Abuse Directive* del 2003. Esse hanno, quindi, conosciuto sia la creazione di un ancillare illecito amministrativo sia lo smisurato innalzamento sanzionatorio conseguente alla l. 262/2005.

Il legislatore italiano ha evidentemente scelto di sviluppare entrambi i predetti reati allo stesso modo, uniformandoli quanto a trattamento.

Quello che ci si chiede è se tale scelta sia effettivamente sorretta da ragioni di coerenza sistematica.

Per valutare tale profilo è necessario fare un passo indietro e tornare all'interesse tutelato dalle due norme e all'offesa che le singole condotte possono ad esso arrecare. Una simile riflessione appare doverosa se si tengono in considerazione i principi cardine del Diritto penale italiano. Il nostro ordinamento penale, infatti, poggia le sue basi sul principio di offensività².

Per raffrontare le due fattispecie, pertanto, il primo elemento da vagliare è il grado di offensività che prevedono in astratto nei confronti del medesimo bene giuridico. Il trattamento sanzionatorio, d'altro canto, dovrebbe tradursi in un risultato a ciò proporzionale.

Tornando, quindi, al confronto con la fattispecie di Manipolazione del mercato appare difficile da giustificare come per tale reato possa essere comminata la stessa pena edittale prevista per l'Abuso di informazioni privilegiate.

Appare, infatti, discutibile che le condotte di *Insider trading* e quelle di *Market manipulation* incidano in pari misura sul bene giuridico tutelato.

¹ Senza alcuna pretesa di completezza, per dei riferimenti in relazione alla fattispecie di Manipolazione del mercato (art. 185 t.u.f.) si cfr. FONDAROLI D., *L'illecito amministrativo di manipolazione del mercato*, in SGUBBI F. – FONDAROLI D. – TRIPODI A. F. (a cura di), *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2008; LUNGHINI G., *La manipolazione del mercato*, in *Dir. Pen. e Proc.*, 2005, 1465; SGUBBI F., *Abusi di mercato*, in *Enc. Dir.*, Milano, 2008, II, 1; SGUBBI F., *La manipolazione del mercato*, in SGUBBI F. – FONDAROLI D. – TRIPODI A. F. (a cura di), *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2008.

² Non potendo essere questa la sede per un'adeguata trattazione dei canoni sui quali si fonda il Diritto penale italiano, si rinvia, *ex multis*, alle parole di MORSELLI E., *Il ruolo dell'atteggiamento interiore nella struttura del reato*, Padova, 1989.

CONCLUSIONI

Entrambe sono state concepite come baluardo posto a tutela del corretto operare dei mercati finanziari, ma la lesione al bene giuridico tutelato è davvero la stessa? È, quindi, giustificata una parificazione quanto a trattamento sanzionatorio?

Appare *ictu oculi* che la risposta non può essere che essere negativa. Infatti, anche se entrambe le fattispecie riguardano l'alterazione degli equilibri di mercato in relazione all'informazione, esse agiscono in modo radicalmente differente. In altri termini, seguono un diverso schema "comportamentale".

Volendo riassumere, l'*Insider trading* richiede che un soggetto (con le qualifiche di cui si è detto³) detenga delle informazioni veritiere, destinate a diventare disponibili per il mercato, e che tale soggetto consapevolmente sfrutti questo vantaggio conoscitivo effettuando delle operazioni sul mercato.

Nel caso della Manipolazione di mercato, invece, il soggetto agente si inserisce nelle dinamiche di mercato diffondendo notizie non veritiere e, conseguendo, in tal modo un vantaggio conoscitivo nei confronti degli altri operatori.

Si capisce, quindi, come tali modalità operative siano nettamente differenti fra loro. Di conseguenza, le due ipotesi criminose vanno a tradursi in una lesione del bene giuridico tutelato (il regolare e corretto funzionamento del mercato, attraverso la tutela della trasparenza) di diversa entità.

Mentre con l'Abuso di informazioni privilegiate si vuole contrastare lo sfruttamento di un vantaggio conoscitivo per ridurre la disparità informativa di natura patologica, con la Manipolazione di mercato si va direttamente ad intaccare la funzione allocativa del mercato. A differenza dell'*Insider trading* che fa perno sull'informazione privilegiata (che rileva a fini penali solo se sfruttata anticipatamente rispetto alla sua divulgazione), con il *Market manipulation* si assiste alla realizzazione di manovre che vanno direttamente ad incidere sull'andamento dei mercati e non trovano alla loro base informazioni veritiere.

Appare evidente, quindi, come non si possa parlare di una medesima capacità offensiva: l'agire dell'*insider* comporta solo in via eventuale un danno per il mercato⁴, mentre quello del manipolatore è sempre accompagnato da siffatto evento⁵.

³ Si veda a tal proposito Capitolo III, par. 2.

⁴ Questo dato è confermato anche dal fatto che parte della dottrina sostiene che l'*Insider trading* sia un fenomeno che non merita repressione penale. Sul punto si rinvia al Capitolo I, sez. II, par. 2.1.

⁵ Sul punto, *ex multis*, si rinvia a DI AMATO A., *Informazione economica e responsabilità civile*, in *Analisi giur. dell'economia*, 2006, 289; MUCCIARELLI F., *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell'ente e*

CONCLUSIONI

Trattandosi, pertanto, di fattispecie che ledono in modo differente l'interesse tutelato, non sembra condivisibile la scelta del legislatore del 2005 di unificarle sotto il profilo sanzionatorio⁶.

Si ritiene, per di più, che tale scelta legislativa sia da considerarsi come il primo sintomo di un sistema affetto da scarsa coerenza interna.

Volendo proseguire su quest'ordine di riflessioni, è d'obbligo considerare anche un'altra idea di politica legislativa seguita dal legislatore italiano del 2005. Ci si riferisce alla duplicazione degli illeciti di Abuso di informazioni privilegiate e di Manipolazione del mercato, suggerita dalle indicazioni contenute nella Direttiva comunitaria del 2003.

Come si è già avuto modo di spiegare, infatti, con la l. 62/2005 quelli che fino ad allora erano conosciuti come reati diventano anche illeciti amministrativi.

È, quindi, interessante interrogarsi sulle modalità con le quali tale idea è stata realizzata.

Soffermandoci prevalentemente sulla fattispecie oggetto del presente lavoro, è evidente come da una semplice lettura delle due norme (art. 184 e art. 187 *bis* t.u.f.) l'interprete incontri non poche difficoltà nell'individuare le differenze ad esse sottese⁷. Si tratta, infatti, di due norme quasi sovrapponibili l'una con l'altra.

In questo modo si profila la possibilità di una duplicazione sanzionatoria in evidente contrasto con un altro principio cardine dell'ordinamento penale italiano: il divieto di *ne bis in idem*.

Per un medesimo fatto di *Insider trading* si configura il rischio che in capo allo stesso soggetto agente si riconduca sia l'illecito penale che quello amministrativo⁸.

l'informazione, in *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Atti del convegno di Milano del 14-15 marzo 2008, a cura del Centro di studi Enrico de Nicola, Milano, 2009, 381.

⁶ Di questo avviso è gran parte della dottrina italiana. Su tutti, si veda, MUCCIARELLI F., *Restituire effettività al sistema penale: un obiettivo non più eludibile*, cit., 209 ss.. Quanto fin ora detto assume ancor più rilevanza se si considera il *quantum* edittale, dai più ritenuto draconiano. Con particolare riguardo alla l. 262/2005, che ha inasprito il trattamento sanzionatorio delle suddette fattispecie, si veda PALIERO C. E., *La riforma della tutela penale del risparmio: continuità e fratture nella politica criminale in materia economica*, in *Corr. merito*, 2006, 5, 615.

⁷ Le uniche differenze, rispetto all'illecito penale, sono la punibilità degli *insiders* secondari e la previsione di una responsabilità di natura colposa. Per una trattazione più approfondita della questione si rinvia a Capitolo III, par. 7 ss.. Per delle prime riflessioni sull'illecito amministrativo di *Insider trading*, si cfr., *ex multis*, FLICK G. M., *Fisiologia e patologia della depenalizzazione nel diritto penale dell'economia*, in *Riv. soc.*, 2011, 42.

⁸ Tale problema viene colto anche da AMBROSETTI E. M. – MEZZETTI E. – RONCO M., *Diritto penale dell'impresa*, cit., 233.

CONCLUSIONI

Ci troviamo, così, innanzi ad un sistema che non si cura del problema del raddoppio sanzionatorio; problema, per altro, ulteriormente acuito dalle draconiane sanzioni introdotte con la l. 262/2005.

La normazione del 2005 appare, pertanto, caratterizzata da un alto tasso di afflittività punitiva. Non solo abbiamo a che fare con dei trattamenti sanzionatori spropositati⁹, indiscriminatamente “raddoppiati” e difficili da “giustificare”, ma assistiamo anche ad una “discutibile” unificazione sanzionatoria di illeciti che sono caratterizzati da profonde differenze quanto ad offesa del bene giuridico tutelato.

Volendo alzare lo sguardo e ampliare i confini delle presenti riflessioni, è necessario andare al di là del settore del Diritto penale finanziario.

Pur essendo sempre più radicata, infatti, la tendenza di voler conferire autonomia a questo settore di tutela è necessario guardare, seppur brevemente, al rapporto che sussiste fra tale settore e quello del Diritto penale societario.

Siffatta esigenza nasce dalla scelta di rendere sempre più autonomo e isolato il Diritto penale finanziario, scelta che ha prodotto dei forti squilibri nel nostro sistema penale, andando a minarne ulteriormente la coerenza.

Ci troviamo ad avere a che fare con un Diritto penale finanziario che al suo interno non trova piena coerenza e che, sotto l’egida dell’agognata autonomia, contribuisce a ridurre anche la coerenza del sistema del Diritto penale economico e dell’impresa nel suo insieme.

Negli anni si è assistito, infatti, ad un graduale distacco fra il settore penal-finanziario e quello penal-societario.

Mentre per il settore finanziario si è andati nel senso di una sempre maggiore afflittività sanzionatoria¹⁰, nel settore societario la tendenza è stata quella opposta: si è assistito ad un graduale “depotenziamento dell’intervento penale”¹¹.

Il sistema dei reati societari, invero, appare svuotato di significato. In altri termini, disponiamo di un sistema completamente privo di effettività, come dimostrato dalla totale assenza di pronunce giurisprudenziali sul punto.

⁹ Si pensi che prima del combinato intervento della l. 62/2005 e della l. 262/2005 il limite edittale massimo previsto per l’*Insider trading* era di anni due di reclusione.

¹⁰ Questo dato può trovare conferma nel sentire europeo di cui si è trattato al Capitolo IV. Dalle scelte di intervento della Commissione europea, dirette a garantire una repressione di tipo penale in tutti gli Stati membri, è evidente come si voglia incrementare la repressione dei fenomeni di *Market Abuse*.

¹¹ Così MUCCIARELLI F., *Restituire effettività al sistema penale: un obiettivo non più eludibile*, cit., 209 ss..

CONCLUSIONI

Tale dato non dipende, infatti, da un estremo rispetto dei canoni di legalità da parte dei vertici societari del nostro paese (come sarebbe auspicabile), ma da una sostanziale ineffettività della risposta sanzionatoria.

Basti pensare, per fare un esempio, alla nuova disciplina delle False comunicazioni sociali. Si tratta, ad oggi, di una fattispecie connotata da una descrittività esasperata degli elementi che la compongono ed accompagnata (in parte) dalla punibilità a querela (elemento che “le consente” di rimanere lettera morta)¹².

Tale fattispecie, pur essendo svuotata della sua capacità repressiva, è posta a tutela di interessi non poi così dissimili e lontani da quelli che sorreggono l'Abuso di informazioni privilegiate.

Uno degli interessi tutelati dalla figura di False comunicazioni sociali, infatti, è la fiducia dei destinatari della comunicazione sotto il profilo della veridicità e della correttezza¹³.

Volendo, quindi, tornare al cuore di queste riflessioni, risulta evidente come la debole risposta repressiva e sanzionatoria delle False comunicazioni sociali metta ancora più in luce l'esasperata afflittività dell'Abuso di informazioni privilegiate.

Come si può giustificare un sistema spaccato da differenze così profonde? Come può essere tollerata una così radicale assenza di comunicazione fra il settore penal-finanziario e quello penal-societario?

Tali ambiti, pur così vicini fra loro, appaiono sorretti da scelte legislative di senso opposto.

È evidente, pertanto, come il legislatore italiano negli ultimi anni abbia operato per settori, mantenendo gli interventi legislativi l'uno separato dall'altro, senza interrogarsi sulla necessità di predisporre un sistema omogeneo.

Questo *modus operandi* ha generato le discrasie che oggi affliggono il Diritto penale economico e dell'impresa, fornendo all'interprete la mera possibilità di rilevarne le problematicità auspicando in un intervento di riforma a “tutto tondo”.

¹² In relazione alla minor efficacia dissuasiva della sanzione penale ove accompagnata dalla procedibilità a querela, si veda ALESSANDRI A., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro. Un'introduzione*, in *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Atti del convegno di Milano del 14-15 marzo 2008, a cura del Centro di studi Enrico de Nicola, Milano, 2009, 19.

¹³ Per dei primi riferimenti al tema delle False comunicazioni sociali, *ex multis*, si veda AMBROSETTI E. M. – MEZZETTI E. – RONCO M., *Diritto penale dell'impresa*, cit., 131 ss..

3. EFFETTIVITÀ NELLA REPRESSIONE DELL'*INSIDER TRADING*: UN SISTEMA EFFICACE?

Nel corso del presente lavoro si è cercato di analizzare la disciplina dettata dall'ordinamento italiano per l'Abuso di informazioni privilegiate, guardando con spirito critico alle scelte operate dal nostro legislatore del 2005.

Già nel precedente paragrafo è stata rilevata la problematicità di tale intervento in relazione al profilo sanzionatorio e al rapporto fra illecito amministrativo e penale.

Quanto all'effettività, è necessario sviluppare delle riflessioni critiche sotto due aspetti: bisogna guardare prima all'ordinamento interno, per poi considerare il sistema europeo.

In relazione al primo aspetto, massima espressione del *deficit* di determinatezza (che va a tradursi in *vulnus* di effettività) è l'articolo che detta i canoni dell'informazione privilegiata.

È evidente come tale norma sia piena espressione di canoni giuridici che tipicamente non appartengono all'ordinamento italiano. Essa è foriera di una cultura giuridica tipica dei paesi di *Common law*, forzosamente inserita in Italia per il tramite dell'ultima Direttiva comunitaria.

Abbiamo, infatti, una definizione di informazione privilegiata all'interno della quale riecheggiano elementi che mal si confanno al principio di determinatezza, quali, su tutti, quello di "investitore ragionevole".

È, quindi, difficile poter ritenere che la fattispecie di *Insider trading* non soffra d'indeterminatezza. Infatti, non solo si dispone di un articolo che minuziosamente descrive soggetti e condotte attive, ma a questo si aggiunge l'articolo che fornisce un'altrettanto dettagliata definizione di informazione privilegiata.

È noto come una sovrabbondanza definitoria in ambito penale sia sintomo di poco pregio normativo, tant'è che c'è chi parla in proposito di un "*deficit* di determinatezza"¹⁴.

Questo dato è sicuramente confermato dal fatto che il legislatore ha fornito all'art. 181 t.u.f. una descrizione troppo articolata di informazione privilegiata, che si compone di definizioni e sottodefinitoni.

¹⁴ NAPOLEONI V., *Insider trading*, cit., 582.

CONCLUSIONI

Sarebbe, quindi, auspicabile, in prospettiva *de iure condendo*, arrivare ad un giusto equilibrio fra rispondenza alle indicazioni europee e rispetto dei capisaldi del nostro ordinamento penale.

Accingendoci a concludere, si deve provare a valutare lo *status quo* della normativa a livello europeo.

Tali riflessioni sono sorrette dalla consapevolezza che la fattispecie oggetto del presente lavoro è fortemente connessa alle dinamiche economiche¹⁵. Al giorno d'oggi, infatti, è evidente come l'economia vada al di là dai confini nazionali, richiedendo delle valutazioni non più ristrette ad una prospettiva nazionale.

Per questo motivo non è possibile prescindere dall'appartenenza dell'Italia all'Unione Europea.

Tanto più alla luce dello stretto rapporto di dipendenza intercorrente fra legislazione italiana e Direttive europee: tutte le leggi italiane in materia di *Market Abuse* sono state, infatti, compulsate da provvedimenti europei.

Appare chiaro che, se i mercati nazionali si stanno trasformando in un unico mercato globale, la regolamentazione degli stessi non può più presentare marcate differenze sostanziali.

Si tratta di un dato che deve giustamente trovare rispondenza anche nelle scelte repressive. Per questo motivo appare fondamentale che la disciplina sugli Abusi di mercato si adegui a queste esigenze¹⁶.

¹⁵ Per un approfondimento in merito al rapporto fra dinamiche economiche, loro evoluzione e repressione penale, senza alcuna pretesa di completezza, cfr. ALESSANDRI A., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro. Un'introduzione*, in *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, cit., 11; FOFFANI L., *Tra patrimonio ed economia: la riforma dei reati d'impresa*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2007, 751; MARINUCCI G., *Diritto penale dell'impresa: il futuro è già cominciato*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2008, 1465; ID., *Relazione di sintesi*, in *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Atti del convegno di Milano del 14-15 marzo 2008, a cura del Centro di studi Enrico de Nicola, Milano, 2009, 333; MUCCIARELLI F., *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell'ente e l'informazione*, in *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, cit., 355; ONADO M., *Gli scandali societari italiani*, in *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Atti del convegno di Milano del 14-15 marzo 2008, a cura del Centro di studi Enrico de Nicola, Giuffrè, Milano, 2009, 59; SEMINARA S., *Informazione finanziaria e diritto penale (Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie)*, in *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, cit., 233.

¹⁶ Di tale avviso è ALESSANDRI A., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro. Un'introduzione*, in *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, cit., 13. Secondo l'Autore la "considerazione del singolo ordinamento è anch'essa superata dai fatti. In primo luogo, per rimanere al momento normativo, solo per la presenza di ordinamenti sovranazionali che hanno fornito le uniche spinte innovatrici nel nostro sistema penale dell'economia[...]. E poi perché la realtà delle imprese moderne – non solo le più grandi – è ormai collocata e operante in una dimensione che sempre più prescinde o supera il dato territoriale tradizionale dello Stato-nazione.”

CONCLUSIONI

Prendendo spunto dalle riflessioni elaborate dalla Commissione europea nei provvedimenti proposti a fine 2011¹⁷, si è già avuto modo di mettere in rilievo l'estrema importanza dei rapporti intercorrenti fra la fattispecie di Abuso di informazioni privilegiate e il Diritto europeo.

Volendo, quindi, svolgere delle riflessioni conclusive anche sotto tale aspetto, si sente l'esigenza di valutare l'effettività applicativa della disciplina elaborata in ambito europeo.

Una valutazione di tal genere viene suggerita dalle riflessioni svolte dalla stessa Commissione europea nel *memorandum* introduttivo alla Proposta di Direttiva.

Viene chiaramente rilevato come l'attuale assetto normativo predisposto a livello europeo pecchi quanto ad efficienza.

Appare evidente, infatti, come il risultato che si è posta la Commissione sia ancora ben lungi dall'essere realizzato.

L'efficienza a livello europeo deve, infatti, essere valutata almeno sotto due profili. Da un lato, è necessario considerare come i singoli Stati membri abbiano risposto alle indicazioni europee (nel nostro caso, si tratta di valutare il recepimento della Dir. 2003/6/CE); da un altro lato, è d'obbligo considerare il sistema europeo in materia di *Market Abuse*, valutandone l'omogeneità.

È evidente come la *MAD* del 2003 non abbia trovato efficace applicazione. La Commissione europea, infatti, ha chiaramente messo in evidenza tale *deficit* soprattutto in relazione al ruolo e ai poteri delle Autorità nazionali preposte alla tutela dei mercati.

A livello europeo, pertanto, ci troviamo innanzi ad un recepimento poco efficace delle indicazioni comunitarie.

Ma, ciò che più allarma è la profonda differenza fra le normative adottate dagli Stati membri: non esiste, in altri termini, un sistema unitario e unificato sotto il profilo dei canoni repressivi.

Questa problematica è messa in evidenza dallo stesso intento che ha spinto la Commissione europea ad intervenire nuovamente in materia.

È, infatti, di primaria importanza la predisposizione di canoni minimi di disciplina ai quali tutti gli Stati europei debbano uniformarsi; esigenza che emerge al massimo

¹⁷ Si veda a tal proposito Capitolo IV.

CONCLUSIONI

grado per quanto riguarda il profilo penale. Mentre, in seguito alla *MAD*, tutti gli Stati hanno predisposto delle sanzioni amministrative atte a combattere l'*Insider trading*, ad oggi non tutti gli Stati europei dispongono di sanzioni penali in materia.

Da quanto detto fin ora, appare chiaro come il sistema di tutela dei mercati ad oggi vigente richieda un intervento legislativo sia in ambito europeo che in ambito interno.

In prospettiva *de iure condendo*, si auspica che venga migliorato il coordinamento della disciplina europea fra i singoli Stati, uniformando la normativa interna di questi ultimi a dei canoni minimi di repressione.

Quanto alla situazione italiana, pur godendo di una disciplina all'avanguardia rispetto agli *standards* di altri Stati europei, sembra necessario che il nostro legislatore ripensi, in primo luogo, il trattamento sanzionatorio, rivedendo verso il basso i limiti edittali, e, in secondo luogo, valuti l'opportunità di intervenire sul rapporto fra l'illecito penale e illecito amministrativo.

L'auspicio più grande è che si riesca a ripensare il settore del Diritto penale societario-economico al fine di renderlo omogeneo quanto a politica repressiva.

BIBLIOGRAFIA

A

- ABBADESSA P., *L'insider trading nel diritto privato: prima e dopo la legge n. 157/1991*, in *Banca e borsa*, 1992, I, 749
- ABBADESSA P., *L'uso di informazioni privilegiate nei rapporti con le società*, in *Annali della Facoltà di Economia e Commercio dell'Università di Catania*, 1979
- ACCINNI G. P., *La nuova disciplina dell'informazione privilegiata*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2006, 4, 45
- ALESSANDRI A., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro. Un'introduzione*, in *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Atti del convegno di Milano del 14-15 marzo 2008, a cura del Centro di studi Enrico de Nicola, Milano, 2009, 11
- ALESSANDRI A., *Attività d'impresa e responsabilità penali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2005, 541
- ALESSANDRI A., *Alcune considerazioni generali sulla riforma*, in ALESSANDRI A. (a cura di), *Il nuovo diritto penale delle società. D. lgs. 11 aprile 2002 n. 61*, Milano, 2002, 9
- ALESSANDRI A., *Osservazioni sulle notizie false, esagerate o tendenziose*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1973, 708
- ALESSANDRI A. – FOFFANI L. – PEDRAZZI C. – SEMINARA S. – SPAGNOLO G., *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2003
- ALESSI R., «Market egalitarianism» e «insider trading», in *Riv. soc.*, 1980, 942
- AMATI E., *La disciplina degli abusi di mercato*, in INSOLERA G. (a cura di), *La legislazione penale compulsiva*, Padova, 2006, 203
- AMATUCCI C. – DI AMATO A., *Insider trading*, Milano, 1993
- AMBROSETTI E. M. – MEZZETTI E. – RONCO M., *Diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2012
- ANNUNZIATA F., *Abusi di mercato e tutela del risparmio*, Torino, 2007
- ANNUNZIATA F., *Il recepimento della Market Abuse Directive*, in *Il Corriere giuridico*, 2005, 6, 745
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2004
- ANNUNZIATA F., *Le norme del nuovo regolamento CONSOB in materia di informazione societaria. Una prima lettura*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1999, 495

BIBLIOGRAFIA

- ANNUNZIATA F., *La nuova disciplina delle comunicazioni societarie al pubblico e alla Consob – II parte*, in *Le Società*, 1999, 520
- ANTOLISEI F., *Manuale di diritto penale. Leggi complementari – I reati e gli illeciti amministrativi, societari e bancari. I reati di lavoro e previdenza*, Milano, I, 2007
- ANTOLISEI F., *Manuale di diritto penale. Parte generale*, Milano, 2003
- B**
- BAGLIONI M., *Una raccomandazione Consob sull'informativa societaria*, in *Le Società*, 1998, 213
- BAINBRIDGE S. M., *An overview of US insider trading law: lessons for EU?*, in *European company law*, 2005, 22
- BAINBRIDGE S. M., *Securities Law, Insider Trading*, Foundation Press, New York, 1999
- BALLARINI S., *Insider trading: problemi attuali e profili di comparazione*, in *Contratto e impresa*, 1990, 1160
- BARTALENA A., *voce Insider trading*, in *Dig. disc. priv. – sez. comm.*, VII, Torino, 2000, 399
- BARTALENA A., *Commento sub. art. 180*, in MARCHETTI P. - BIANCHI L. A. (a cura di), *La disciplina delle società quotate, nel Testo Unico della finanza D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – Commentario*, Milano, 1999, II, 1988
- BARTALENA A., *Insider trading*, in COLOMBO G. E. - PORTALE G. B. (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1993, X, 219
- BARTALENA A., *La legge sull'insider trading*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1991, 529
- BARTALENA A., *L'abuso di informazioni privilegiate*, Milano, 1989
- BARTULLI A., *voce Insider trading nel diritto penale*, in *Dig. disc. pen.*, Torino, 1993, VII, 111
- BARTULLI A., *Profili penalistici dell'insider trading*, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario: l'insider trading*, Milano, 1992, 163
- BARTULLI A., *Profili penali dell'insider trading*, in *Riv. soc.*, 1989, 988
- BARTULLI A., *Problemi di tecnica normativa nella repressione penale dell'insider trading*, in ALVISI P. – BALZARINI P. – CARCANO G., *L'informazione societaria*, Atti del Convegno internazionale di studi di Venezia del 5-6-7 novembre 1981, Milano, 1982

BIBLIOGRAFIA

- BARTULLI A. – ROMANO M., *Sulla disciplina penale dell'insider trading (legge 17 maggio 1991, n.157)*, in *Giur. comm.*, 1992, 660
- BARUCCI E. – FARALLI V., *Una metodologia per l'individuazione di fenomeni di market abuse nei mercati finanziari*, in *Banca, impresa e società*, 2004, 515
- BELLACOSA M., *"Insider trading": manipolazione, abusi di mercato e responsabilità*, in *Dir. e prat. soc.*, 2005, 20
- BELLINI E., *Risarcimento per danno all'integrità del mercato e all'immagine della Consob*, in *Danno e Resp.*, 2007, 7, 791
- BERGMANS B., *Inside information and securities trading: a legal and economic analysis of the foundations of liability in the U.S.A. and the European Community*, London, 1991
- BERNARDI A., *La Competenza penale accessoria dell'Unione Europea: problemi e prospettive*, in www.diritto penale contemporaneo.it
- BIANCHI L. A. – GHEZZI F. – NOTARI M., *Diritto, mercato ed etica: dopo la crisi*, Milano, 2010
- BOCCHINI E. – LEMME F. – ROSSI VANNINI A. – COCCO G., *Il diritto penale industriale*, Padova, 1993
- BOMBARDI R., *Profili di legittimità costituzionale del reato di "insider trading"*, in *Dir. e prat. soc.*, 2005, 4, 58
- BOMBARDI R., *Il reato di "insider trading" nell'ordinamento giuridico italiano*, in *Dir. prat. soc.*, 2004, 8, 82
- BRICCHETTI R., *L'insider trading fra i reati degli enti*, in *Guida al diritto*, 2005 - Dossier, 5, 105
- BRICOLA F., *Diritto penale dell'economia*, Milano, 1997
- BRICOLA F., *Profili penali del mercato finanziario*, in COSTI R. (a cura di), *Il diritto del mercato finanziario alla fine degli anni Ottanta*, Milano, 1990, 126
- BRICOLA F., *Profili penali della disciplina del mercato finanziario*, in *Banca, borsa e tit. credito*, 1990, 16
- BRICOLA F., *Tecniche di tutela penale e tecniche alternative di tutela*, in DE ACUTIS M.-PALOMBARINI G. (a cura di), *Funzioni e limiti del diritto penale. Alternative di tutela*, Padova, 1984, 29
- BRUDNEY V., *O'Hagan's problems*, in *The Supreme Court review*, 1997, 249

BIBLIOGRAFIA

- BRUDNEY V., *Insiders, Outsiders and Informational Advantages under Federal Securities Law*, in *Harvard law review*, 1979, 322
- BRUNO C. E., *Una nuova frontiera per la tutela del mercato: il risarcimento del danno non patrimoniale per la Consob*, in *Danno e responsabilità*, 2010, 221
- BRUNO F. – RAVASIO N., *Ambito soggettivo ed oggettivo dell'informazione privilegiata post Market Abuse Directive*, in *Le Società*, 2007, 8, 1023
- BRUNO F. – ROZZI A., *La Market Abuse Directive e la tutela della Consob: il risarcimento alla Commissione in caso di aggio*, in *Il Corriere giuridico*, 2007, 8, 1133
- BRUSEGAN C., *Problematiche in tema di insider trading nella recente giurisprudenza di merito e di legittimità*, in *Dialoghi del diritto, dell'avvocatura, della giurisdizione, Rivista trimestrale di giurisprudenza e informazione*, 2010, 2, 105
- C**
- CAMPANELLI M., *L'insider trading*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1998, 768
- CANESTRARI S. - FOFFANI L. (a cura di), *Il diritto penale nella prospettiva europea: quali politiche criminali per quale Europa?*, Atti del convegno di Bologna del 28 febbraio – 2 marzo 2002, a cura dell'Associazione Franco Bricola, Milano, 2005
- CAPRIGLIONE F., *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010
- CARACCIOLI I., *Aspetti penal-tributari della "legge comunitaria 2004" in materia di trasparenza dei mercati*, in *Il fisco*, 2005, 23, I, 3585
- CARBONE P. L., *L'insider trading (profili civilistici)*, in *Enc. dir., Agg.*, Milano, 2007, II, 417
- CARBONE P. L., *Nuovi illeciti attinenti alla negoziazione dei "valori mobiliari". Profili della disciplina. Spunti critici*, in *Foro It.*, 1991, III, V, 466
- CARCANO G., *La direttiva CEE sull'insider trading*", in *Riv. soc.*, 1989, 1026
- CARCANO G., *Insider trading e analisti finanziari in una sentenza statunitense*, in *Riv. soc.*, 1985, 722
- CARMONA A., *Premesse a un corso di diritto penale dell'economia. Mercato, regole e controllo penale nella postmodernità*, Padova, 2002
- CARRIERE P., *I profili normativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva market abuse*, in *Riv. soc.*, 2006, 2-3, 338

BIBLIOGRAFIA

- CARRIERO G., *Commento all'art. 180*, in ALPA G. – CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, III, 1653
- CARRIERO G., *Informazione, mercato e buona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano, 1992
- CARRIERO G., *L'insider trading nella disciplina comunitaria*, in *Le Società*, 1990, 581
- CARRIERO G., *Il problema dell'“insider trading”*, in *Foro it.*, 1988, 146
- CASELLA P., *La legge sulla repressione dell'insider trading*, in *Giur. comm.*, 1991, I, 858
- CASELLA P., *Alcune osservazioni in tema di insider trading*, in *Giur. comm.*, 1989, 798
- CASSANI C., *L'insider trading tra indeterminazione ed eccesso di delega*, in *Giur. Comm.*, 2005, 115
- CASTALDO A. R. (a cura di), *Il diritto penale del futuro*, Atti del IV Corso internazionale di formazione in Diritto Penale di Napoli del 17-19 settembre 2003, Salerno, 2006
- CECCHI M., *L'insider trading dei pubblici ufficiali: un caso di concorso di norme*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 1996, 550
- CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario*, Padova, 2010
- CHIAPPETTA F. – TOFFANELLI M., *Informazione societaria e mercato mobiliare*, Milano, 1993
- CHISM R. N., *Private rights of action under the misappropriation theory: the Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988*, 21 Mem. St. U. L. Rev. 333, 1991, 346
- COHEN M., *Struttura, funzionamento e compiti della SEC*, in *Riv. soc.*, 1977, 85
- COCCO G., *Manuale di Diritto penale - Parte speciale. I reati contro i beni economici. Patrimonio, economia e fede pubblica*, Padova, 2010
- COCCO G., *Beni giuridici funzionali versus bene giuridico personalistico*, in DOLCINI E. – PALIERO C. E. (a cura di), *Teoria del diritto penale, criminologia e politica criminale*, Studi in onore di Giorgio Marinucci, Milano, 2006, I, 167
- COCCO G., *Una introduzione ai reati contro il patrimonio e l'economia pubblica. Tra beni giuridici e tecniche di tutela*, in *Diritto penale. Parte speciale*, Studi in onore di Mario Romano, Napoli, 2011, 3, 1447
- COLCERA E., *I sistemi di vigilanza delle società italiane quotate nei mercati regolamentati: il Serbanes-Oxley Act: un modello per l'Italia?*, in *Le Società*, 2005, 6, 791

BIBLIOGRAFIA

- COLONNA F.- ROMOLITTI T. E., *Il recepimento della direttiva Market Abuse e l'adeguamento dei modelli organizzativi per la prevenzione dei reati*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2006, 2, 33
- COMPORI C., *La nuova disciplina sugli abusi di mercato: una prima ricognizione*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2005, 62
- COMPORI C., *L'integrazione dei mercati finanziari europei e la c.d. procedura Lamfalussy*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2004, 4, 269
- CONTI L., *Profili penalistici del testo unico sull'intermediazione finanziaria*, in *Dir. pen. e proc.*, 1998, 559
- CONTI L., *Economia pubblica, industria e commercio (delitti contro)*, in *Dig. disc. pen.*, Torino, 1987, IV, 198
- CORAPI D., *L'insider trading nelle società per azioni americane*, in ALVISI P. – BALZARINI P. – CARCANO G., *L'informazione societaria*, Atti del Convegno internazionale di studi di Venezia del 5-6-7 novembre 1981, Milano, 1982
- CORAPI D., *L' "insider trading" nelle società per azioni americane*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, 7-8, 288
- CORATELLA C., *La responsabilità penale del mercato*, Milano, 2006
- CORATELLA C., *Dentro l'insider trading dopo la riforma – Perché c'è continuità nel tipo di illecito*, in *D&G*, 2006, 41
- CORATELLA C., *L'Ue non fa sconti sull'insider trading. Escluse le deroghe soggettive ai divieti*, in *D&G*, 2005, 47
- CORATELLA C., *Market abuse, ecco che cosa si rischia*, in *D&G*, 2005, 98
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010
- COSTI R., *Società, mercato e informazione societaria*, in *Giur. comm.*, 1997, 175
- COSTI R. – ENRIQUES L., *L'informazione societaria e gli abusi di mercato*, in COTTINO G. (a cura di), *Il mercato mobiliare – Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2004, VIII, 195
- CRESPI A., *Insider trading e frode sul mercato dei valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 1991, 1673

D

- D'ANDREA A., *Insider trading e diritto penale "simbolico" un binomio da recidere?*, in *Temì Rom.*, 1993, 303

BIBLIOGRAFIA

- D'ARCANGELO F., *Il concorso dell'extraneus nell'insider trading e la responsabilità da reato dell'ente*, in *Rivista* 231, 2008, 33
- DEL GIARDINO G., *L'informazione riservata*, in *Riv. soc.*, 1991, 1452
- DE NICOLA A., *Trasparenza dei mercati: al via la direttiva "market abuse"*, in *Dir. prat. soc.*, 2005, 6
- DENOZZA F., *La nozione di informazione privilegiata tra Shareholder value e Socially responsible investing*, in *Giur. comm.*, 2005, 585
- DI AMATO A., *Gli Abusi di mercato*, in DI AMATO A. (a cura di), *I reati del mercato finanziario - Trattato di diritto penale dell'impresa*, Padova, 2007, IX, 83
- DI AMATO A., *Informazione economica e responsabilità civile*, in *Analisi giur. dell'economia*, 2006, 289
- DI AMATO A., voce *Insider trading*, in *Enciclopedia del diritto, Aggiornamento*, Milano, 1997, I, 680
- DI BRINA L., *Il divieto di insider trading*, in *Dir. comm. e delle obbligazioni*, 1993, 399
- DONNELLY J., *The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988 and controlling person liability: can firms outside the security industry risk not to adopt insider trading safeguards?*, in *University of Detroit law review*, vol. 67, I. 2, 1990
- DOOLEY M. P., *Enforcement of insider trading restrictions*, in *66 Virginia Law Review*, vol. 66, n.1, 1980, 33
- DRAGHI M., *Audizione parlamentare 10 dicembre 1997 davanti alla Commissione Finanza e Tesoro della Camera dei deputati*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 787
- E**
- ELLERO R. F. – NORDIO C., *Reati societari e bancari*, Padova, 1998
- ENRIQUES L., *A proposito di due decisioni della magistratura sull'insider trading. Note utili su insider trading, investigazioni impossibili e riforma societaria*, in *Mercato, concorrenza e regole*, 2002, 95
- ERMETES M. L., *Abuso di informazioni privilegiate*, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998, 979
- EASTERBROOK F. H. – FISCHER D. R., *Operazioni su titoli in base a "informazioni interne"*, in *Foro it.*, 1991, III, V, 218

BIBLIOGRAFIA

F

- FABRIZIO S., *Insider trading: ipotesi di danno riconducibili all'attività dell'insider*, in *Econ. dir. terz.*, 1996, 841
- FABRIZIO S. – TROVATORE G., *Informazione privilegiata*, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998, 999
- FERRARINI G., *La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato*, in *Riv. soc.*, 2004, 43
- FERRARINI G., *I controlli della Consob*, in COLOMBO G. E. – PORTALE G. B. (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, X, II, Torino, 1993, 149
- FIANDACA G. – MUSCO E., *Diritto Penale. Parte generale*, Bologna, 2009
- FIECCONI F., *La nuova disciplina del market abuse. L'insider list: i suoi obiettivi e la valutazione dei suoi contenuti*, in *Corr. giur.*, 2006, 1768
- FLEISCHER JR., *Securities Trading and Corporate Information Practices: the Implications of the Texas Gulf Sulphur Proceedings*, in *Virginia law review*, 1965, 1297
- FLICK G.M., *Fisiologia e patologia della depenalizzazione nel diritto penale dell'economia*, in *Riv. soc.*, 2011, 42
- FLICK G. M., *Dall'andante con moto all'adagio ma non troppo e viceversa. Variazioni sul tema del diritto penale dell'economia*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, 424
- FLICK G. M., *L'insider trading: problemi sostanziali*, in *Mercato finanziario e disciplina penale*, Atti del convegno di Courmayeur del 13-15 dicembre 1992, a cura del Centro di studi Enrico de Nicola, Milano, 1993
- FLICK G.M., *Insider trading: una tappa significativa – anche se controversa – della lunga marcia verso la trasparenza*, in *Riv. soc.*, 1991, 975
- FOFFANI L., voce *Abuso di informazioni privilegiate*, in PALAZZO F. C. – PALIERO C. E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, Padova, 2007, 712
- FOFFANI L., voce *Borsa*, in PALAZZO F. C. – PALIERO C. E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, Padova, 2007, 679
- FOFFANI L., *Tra patrimonio ed economia: la riforma dei reati d'impresa*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2007, 751
- FOFFANI L., *Prospettive di armonizzazione europea del diritto penale dell'economia: le proposte del progetto «Eurodelitti» per la disciplina delle società commerciali, del fallimento, delle banche e dei mercati finanziari*, in DOLCINI E. – PALIERO C. E. (a cura di), *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, Milano, 2006, 2321

BIBLIOGRAFIA

- FOFFANI L., *La trasparenza dell'informazione societaria come bene giuridico comunitario*, in BIN R. – BRUNELLI G. – PUGLIOTTO A. – VERONESI P., *Ai confini del "favor rei". Il falso in bilancio davanti alle Corti Costituzionale e di Giustizia*, Atti del seminario di Ferrara del 6 maggio 2005, Torino, 2005, 185
- FOFFANI L., *Crisi d'impresa e intervento penale: le linee di una riforma possibile*, in PICCININNI C. – SANTARONI M. (a cura di), *Crisi d'impresa e riforma della legge fallimentare*, Roma, 2002, 319
- FOFFANI L., *Rilievi critici in tema di riforma del diritto penale societario*, in *Dir. pen. proc.*, 2001, 1193
- FOFFANI L., *La tutela della trasparenza della proprietà azionaria come esempio di anticipazione dell'intervento penale nella disciplina del mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 1995, 21
- FOFFANI L., *Proprietà e trasparenza nella disciplina dell'intermediazione finanziaria: riflessi penali*, in *Banca, impresa, società*, 1992, 61
- FOFFANI L., *La nuova disciplina penale dell'"insider trading" e delle frodi nel mercato mobiliare*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 1991, 911
- FOGLIA MANZILLO F., *L'Insider trading nella legge Draghi*, in *Dir. pen. proc.*, 2001, 1, 17
- FOLADORE C., *Il caso UNIPOL e la nuova disciplina dell'insider trading*, in *Corr. Merito*, 2006, 767
- FORNASARI G., *Il concetto di economia pubblica nel diritto penale: spunti esegetici e prospettive di riforma*, Milano, 1994
- FRIEDMAN H. M., *The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988*, 68 N. Car. L. Rev. 465, 1990, 477
- FRIEDMAN H. M., *Efficient Market Theory and Rule 10b-5 Nondisclosure Claims: A Proposal for Reconciliation*, 47 Mo. L. Rev. 745, 1982
- FRIGNANI A., *I primi orientamenti della Consob concernenti la diffusione di informazioni «price sensitive» a terzi*, in *Le Società*, 1999, 9, 1113
- G**
- GALGANO F., *Le società*, Bologna, 2012
- GALGANO F., *Gruppi di Società, insider trading, OPA obbligatoria, CeI*, 1992, 638
- GALLI S., *La disciplina italiana in tema di Abusi del mercato*, Padova, 2010

BIBLIOGRAFIA

- GALLI S., *Insider trading: l'accoglimento da parte della Supreme Court federale statunitense della misappropriation theory. Alcune conseguenti riflessioni sulla condotta di trading vietata nel cosiddetto Testo Unico Draghi*, in *Giur. comm.*, 1998, 712
- GALLI S., *Insider trading: l'inizio di una giurisprudenza di merito "statunitense"?* (Nota a Trib. Roma 15-23 maggio 1996), in *Giur. comm.*, 1997, 216
- GALLI S., *Repressione del "market manipulation": la prima pronuncia, italiana in base alla legge numero 157 del 1991*, in *Giur. comm.*, 1996, 709
- GALLI S., *Insider trading: un primo commento*, in *Giur. comm.*, 1991, 928
- GALLI S., *Novità sull'insider trading: due recenti sentenze americane, un progetto legislativo della SEC, la modifica al codice penale svizzero e la direttiva CEE*, in *Giur. Comm.*, 1988, II, 1
- GALLI S., *Il caso Tomè e la repressione dell'insider trading negli Stati Uniti*, in *Giur. Comm.*, 1986, 6, 463
- GAMBINO A. – IRTI N. – QUATRARO B. – ROJO A. – SCHLESINGER P., *Le crisi d'impresa tra economia e diritto*, Atti del convegno di Torino del 23-24 maggio 2008, a cura di Jorio A., Milano, 2009, 281
- GHINI A., *I rischi di «Insider trading» nell'assegnazione di azioni proprie a dipendenti ed amministratori*, in *Le Società*, 2007, 5, 565
- GIANESIMI M., voce *Abuso di informazioni privilegiate*, in RONCO M. – ARDIZZONE S. (a cura di), *Codice ipertestuale – Leggi complementari*, Torino, 2007, 1693
- GIANESIMI M., voce *Abuso di informazioni privilegiate*, in GAITO A. - RONCO M. (a cura di), *Codice ipertestuale – Leggi complementari*, Torino, 2009, 2854
- GIAVAZZI S., *Insider trading: la prima condanna civile*, in *Le società*, 2005, 3, 116
- GIAVAZZI S., *Insider trading: profili di incostituzionalità*, in *Le Società*, 2004, 341
- GIUNTA F., *Lineamenti di diritto penale dell'economia*, Torino, 2004
- GLIATTA G., *La successione di leggi penali nel reato di Insider trading*, in *Le Società*, 2007, 6, 755
- GODANO G., *La direttiva comunitaria sull' "insider trading"*, in *Foro it.*, 1990, 42
- GOLDONI D., *Aggiotaggio su strumenti finanziari: interesse tutelato dalla norma, soggetti passivi e soggetti danneggiati dal reato*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2006, 275
- GRASSO G. - PICOTTI L. – SICURELLA R., *L'evoluzione del diritto penale nei settori d'interesse europeo alla luce del Trattato di Lisbona*, Milano, 2011

BIBLIOGRAFIA

GROSSMAN J. – STIGLITZ J. E., *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, in *70 Am. econ. rev.*, 1981, 393

GUERRINI F., *Tutela penale del mercato finanziario*, Padova, 1984

H

HERMAN E. S., *Equity funding, inside information and the Regulators*, 21 *UCLA law rev.*, 1973, 17

HOPT K. J., *Insider regulation and Timely Disclosure*, in *Forum Internazionale*, n. 21, 1997

I

IANNUCCI A., *Definizione e caratteristiche generali, diffusione in Italia dei derivati “over the counter”*, in *Guida alla contabilità e bilancio*, 2007, 10, 60

IELO P., *Market Abuse e compliance programs ex d. lgs. 231/2001*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2006, 2, 15

IELO G., *Consob: potenziati i poteri investigativi*, in *Guida al diritto*, 2005, 108

J

JAECER P. G., *La L. n. 281 e i nuovi poteri della Consob*, in *Giur. Comm.*, 1985, I, 6, 946

JORIO A. – MARCHETTI S. – FAGGELLA V. – CRIVELLARI D. – DI MARZIO F., *Mercato delle crisi d'impresa e mercato delle imprese in crisi*, in *Il nuovo diritto delle crisi di impresa*, Atti del convegno di Torino del 23-24 maggio 2008, a cura di Jorio A., Milano, 2009, 249

L

LANGEVOORT D. C., *Insider Trading Regulation, Enforcement and Prevention*, New York, 1992

LANGEVOORT D. C., *Rereading Cady Roberts: the ideology and practice of insider trading regulation*, in *Columbia law review*, 1999, 1319

LANZI A. – PUTINATI S., *Istituzioni di diritto penale dell'economia*, Milano, 2012

LAVET R. S., *Indemnification of corporate directors and officers in insider trading litigation*, 19 *SEC. REG. L. J.* 402, 410, 25, 411, 1992

BIBLIOGRAFIA

- LA VILLA G., *Partecipazioni azionarie degli amministratori e giustizia penale: fine di un'illusione?*, in *Giur. Comm.*, 1977, II, 189
- LENER L., *La diffusione delle informazioni «price sensitive» fra informazione societaria e informazione riservata*, in *Le società*, 1999, 142
- LINCIANO V. N. – MACCHIATI A., *Insider trading, una regolamentazione difficile*, Bologna, 2002
- LONGHINI S. - DI FELICE D., *Insider trading e fusione di società quotate in borsa*, in *Le Società*, 1996, 20
- LOSAPPIO G., *Il sottosistema nel diritto penale: definizioni e ridefinizione*, in *Ind. pen.*, 2005, 1, 7
- LOSS L., *Fundamentals of Securities Regulation*, 1985 Supplement, Boston – Toronto, 1985
- LUNGHINI G., *La manipolazione del mercato*, in *Dir. Pen. e Proc.*, 2005, 1465
- M**
- MACCABRUNI F., *Insider trading e analisi economica del diritto*, in *Giur. comm.*, 1995, 598
- MAINOLFI G. – SALERNO S. – TAGLIAFIERRO F., *La disciplina dell'insider trading in Italia*, in *Il fisco*, 2000, 917
- MANDUCHI C., *Un primo intervento giurisprudenziale sulla nuova fattispecie di insider trading: la sorte dei c.d. insiders secondari*, in *Cass. pen.*, 2005, 3343
- MALVASI M., *Il market abuse: illeciti e procedure finalizzati alla loro prevenzione nel modello organizzativo ex d. lgs. 231/2001*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2009, 1, 125
- MANNA A., *Tutela del risparmio, novità in tema di insider trading e manipolazione del mercato a seguito della legge comunitaria del 2004*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2005, 659
- MANNE H., *Insider trading and the law professors*, in *23 Vanderbilt Law Rev.*, 1970, 577
- MANNE H., *In defense of insider trading*, in *Harvard Bus. Rev.*, 1966, 114
- MANNE H., *Insider Trading and Stock Market*, New York, Free Press, 1966
- MARINUCCI G., *Relazione di sintesi*, in *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Atti del convegno di Milano del 14-15 marzo 2008, a cura del Centro di studi Enrico de Nicola, Milano, 2009, 333

BIBLIOGRAFIA

- MARINUCCI G., *Diritto penale dell'impresa: il futuro è già cominciato*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2008, 1465
- MARINUCCI G. – DOLCINI E., *Manuale di diritto penale - Parte Generale*, Milano, 2012
- MARTIELLO G., *"Market abuse" e profili di responsabilità penale individuale*, in *Dir. prat. soc.*, 2006, 6, 38
- MASUCCI M., *Abusi di mercato*, in FIORELLA A. (a cura di), *Questioni fondamentali della parte speciale di diritto penale*, Torino, 2012, 240
- MATTURI A., *Insider trading e acquisto di azioni proprie*, in *Le Società*, 1994, 6, 755
- MAZZA O., *La repressione dell'insider trading nel quadro della tutela del mercato azionario*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1998, 678
- MAZZACUVA N. – AMATI E., *Diritto penale dell'economia. Casi e problemi*, Padova, 2010
- MELILLO G., *Note in tema di competenza territoriale per il delitto di manipolazione del mercato*, in *Cass. pen.*, 2007, 7/8, 2748
- MENCHINI S., *Market abuse: rafforzati i controlli*, in *Guida al diritto*, 2005, 85
- MENDELLA F. M., *I reati sui mercati: la Finanza vigila così. Insider trading e dintorni: fattispecie, sanzioni e poteri della Gdf*, in *D&G*, 2006, 40, 113
- MOGLIA G. G. – RISTUCCIA R., *Giornali, correttezza dell'informazione finanziaria e tutela del mercato mobiliare*, in *Dir. inf. e informatica*, 1991, 9
- MONGILLO V., *La confisca del profitto nei confronti dell'ente in cerca d'identità: luci e ombre della recente pronuncia delle Sezioni Unite*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2008, 4, 1758
- MORSELLI E., *Il ruolo dell'atteggiamento interiore nella struttura del reato*, Padova, 198
- MUCCIARELLI F., *Restituire effettività al sistema penale: un obiettivo non più eludibile*, in *Diritto penale contemporaneo*, 2012, I, 209
- MUCCIARELLI F., *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell'ente e l'informazione*, in *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Atti del convegno di Milano del 14-15 marzo 2008, a cura del Centro di studi Enrico de Nicola, Milano, 2009, 355
- MUCCIARELLI F., *Primato della giurisdizione e diritto economico sanzionatorio: a proposito di market abuse*, in *Dir. pen. e proc.*, 2006, 317
- MUCCIARELLI F., *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: le norme della Comunitaria 2004 (II)*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, 12, 1465

BIBLIOGRAFIA

- MUCCIARELLI F., *L'insider trading nella nuova disciplina del d. lgs. 58/98*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2000, 137
- MUCCIARELLI F., *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1999, 745
- MUCCIARELLI F., *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995
- MUCCIARELLI F., *L'art. 326, 3° comma c.p. e l'insider trading: un'anticipazione consapevole?*, in *Giur. comm.*, 1991, I, 310
- MUNARI A. – CHIAIA M., *Trasferimento di partecipazione azionaria rilevante e obblighi di comunicazione al pubblico in relazione alla normativa sull'insider trading*, in *Giur. comm.*, 1993, 625
- MUSCO E., *I nuovi reati societari*, Milano, 2007
- MUSCO E., *Diritto penale societario*, Milano, 1999
- MUSCO E., *La società per azioni nella disciplina penalistica*, in COLOMBO G. E. – PORTALE G. B. (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1993, I, 326
- MUSCO E., *I reati di Insider trading*, in *Riv. pen. ec.*, 1993, 375
- N**
- NAPOLEONI V., *voce insider trading*, in *Dig. disc. pen.*, Torino, 2008, vol. A-I, 571
- NAPOLEONI V., *L'insider trading*, in SANTORIELLO C. (a cura di), *La disciplina penale dell'economia – Società, fallimento, finanza*, Torino, I, 2008, 633
- NAPOLEONI V., *Insider trading: i pallori del sistema repressivo, una ipotesi di lavoro*, in *Cass. pen.*, 2001, 2228
- NAPOLEONI V., *Insider trading e agiotaggio su strumenti finanziari*, in LACAITA L. – NAPOLEONI V. – NAPPI A. (a cura di), *Il testo unico dei mercati finanziari: società quotate, intermediari, mercati, OPA, insider trading: commento al D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998, 173
- NAPOLEONI V., *I reati societari*, Milano, 1996
- NOBILI R. – VITALE M., *La riforma delle società per azioni*, Milano, 1975

BIBLIOGRAFIA

O

ONADO M., *Gli scandali societari italiani*, in *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Atti del convegno di Milano del 14-15 marzo 2008, a cura del Centro di studi Enrico de Nicola, Milano, 2009, 59

ONADO M., *La bufera del credito e l'ombrello di Bernanke*, in *Il Sole 24ore*, 15 marzo 2008, 1

P

PADOVANI T., *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1995, 634

PALIERO C. E., *La riforma della tutela penale del risparmio: continuità e fratture nella politica criminale in materia economica*, in *Corr. merito*, 2006, 6, 615

PALIERO C. E., *"Market abuse" e legislazione penale: un connubio tormentato*, in *Corr. merito*, 2005, 809

PALOMBI E. – PICA G., *Diritto penale dell'economia e dell'impresa*, Torino, 1996

PAOLOZZI G., *Modelli atipici a confronto. Nuovi schemi per l'accertamento della responsabilità degli enti (II)*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, 239

PARRELLA F., *E' informazione privilegiata la notizia dell'imminente pubblicazione di una ricerca "sensibile"*, in *Le Società*, 2012, 4, 417

PAVAN G., *Abuso di informazioni privilegiate*, in *L'indice penale*, 2002, 589

PEDERZINI E. (a cura di), *La disciplina degli abusi di mercato (l. 18 aprile 2005, n. 62)*, in *Le leggi civili comm.*, 5, 2007

PEDRAZZI C., *Scritti di diritto penale dell'economia*, Milano, IV, 2003

PEDRAZZI C., *La riforma dei reati contro il patrimonio e contro l'economia*, in *Verso un nuovo codice penale. Itinerari-problemi-prospettive*, Atti del convegno di Palermo del 7-10 novembre 1991, a cura del Centro studi Cesare Terranova, Milano, 1993, 350

PEDRAZZI C., *Riflessioni sull'insider trading in ambito corporativo*, in *Riv. soc.*, 1991, 1661

PEDRAZZI C., *Mercati finanziari*, in *Dig. disc. pen.*, VII, Torino, 1987, 654

PEDRAZZI C., *Turbativa dei mercati*, in *Dig. disc. pen.*, XIV, Torino, 1987, 421

PEDRAZZI C., *Interessi economici e tutela penale*, in ANGIONI F. – STILE A. M. (a cura di), *Bene giuridico e riforma della parte speciale*, Napoli, 1985, 306

BIBLIOGRAFIA

- PEDRAZZI C., *Problemi del delitto di aggioaggio*, Milano, 1958
- PETRONE M., *L'insider trading: tecniche sanzionatorie e posizione della Consob*, in *Cass. Pen.*, 1991, 2, 329
- PISCITELLO P., *Commento all'art. 114*, in CAMPOBASSO G. F. (a cura di), *Testo unico della finanza – commentario*, Torino, 2002, 949
- PISOTRELLI L., *Parametri oggettivi d'imputazione all'ente della responsabilità per il reato d'aggioaggio*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2007, 4, 139
- PLATTNER L., *Innovazioni nel sistema informativo societario e disciplina dell'insider trading*, in *Dir. prat. soc.*, 2006, 6
- PLATTNER L., *I nuovi poteri della CONSOB in tema di informazione societaria*, in *Dir. prat. soc.*, 2005, 11, 27
- R**
- RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario: l'insider trading*, Milano, 1992
- RAGNELLI B., *Tutela dell'investitore, contendibilità del controllo e trasparenza*, in *Dir. e prat. soc.*, 2005, 28
- RAGNI E., *Abuso di informazioni privilegiate, momento consumativo e competenza territoriale*, in *Dir. pen. proc.*, 2010, 215 ss.
- RAGNI E., *Primi segnali di un'inversione di tendenza nell'esperienza applicativa del reato di insider trading*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2003, 732
- RIDER B.- ALEXANDER K. – LINKLATER L. – BAZLEY S., *Market Abuse and Insider dealing*, Tottel Publishing Ltd, West Sussex, 2009
- RIGOTTI M., *Procedure Consob per l'irrogazione delle sanzioni in materia di market abuse*, in *Riv. soc.*, 2005, 956
- RIGOTTI M., *L'abuso di informazioni privilegiate*, in PATRONI GRIFFI A. – SANDULLI M. – SANTORO V. (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999, 1353
- RISTUCCIA R., *Il giornalista finanziario e i destinatari del divieto di insider trading*, in *Dir. Informazione e informatica*, 1988, 93
- ROCCO G. L., *Il delitto c.d. di insider trading tra vecchia e nuova fattispecie normativa: successione di leggi penali nel tempo o abolitio criminis?*, in *Cass. pen.*, 2007, 4, 1537

BIBLIOGRAFIA

- ROMAGNOLI G., *La Consob e la sollecitazione all'investimento: esercizio di poteri ed obblighi verso gli investitori*, in *Giur. comm.*, 2001, 747
- ROMANELLI S. – FOSCHI P., *Accertamento da parte della Consob dei reati di «Insider trading» e aggio*, in *Le Società*, 1999, 10, 1181
- ROMANO M., *Materia economica e intervento penale*, in *Riv. soc.*, 2010, 538
- RORDORF R., *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in *Le Società*, 2005, 7, 813
- RORDORF R., *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, 773
- ROSSI A., *Market abuse e insider trading: l'apparato sanzionatorio*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2006, 1, 83
- ROSSI VANNINI A., *La legge 17 maggio 1991, n. 157: i destinatari dei divieti di insider trading, tipping e tuyantage – L'estensione dei divieti*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.*, 1992, 276
- RUGGIERO E., *«Insider trading»: modello europeo e statunitense a confronto*, in *Dir. e prat. soc.*, 2005, 6
- S**
- SANDRELLI G., *Riordino del Tuif con inasprimento delle pene*, in *Guida al diritto*, 2005, 87
- SANTAMARIA T., *Insider trading. Reato diabolico senza maggiori poteri alla CONSOB*, in *Il fisco*, 1993, 1129
- SANTORO G., *Insider trading: profili civilistici*, in *Contratto e impresa*, 1992, 663
- SAPONARO A., *Market Abuse: disciplina a tutela dei mercati finanziari*, in *Le Società*, 2004, 6, 767
- SEMINARA S., *Informazione finanziaria e diritto penale (Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie)*, in *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Atti del convegno di Milano del 14-15 marzo 2008, a cura del Centro di studi Enrico de Nicola, Milano, 2009, 233
- SEMINARA S., *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *Dir. pen. proc.*, 2009, 3, 269
- SEMINARA S., *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: le norme della Comunitaria 2004 (II). Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. e proc.*, 2006, 9

BIBLIOGRAFIA

- SEMINARA S., *Nuovi illeciti penali e amministrativi nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Dir. proc. pen.*, 2006, 563
- SEMINARA S., *La disciplina dell'informazione finanziaria - Informazione finanziaria e mercato: alla ricerca di una strategia del controllo penale e amministrativo*, in *Analisi giur. econ.*, 2006, 2, 255
- SEMINARA S., *Commento sub art.180*, in CAMPOBASSO G. F. (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Milano, 2002, 1451
- SEMINARA S., *La tutela penale del mercato finanziario*, in PEDRAZZI C. – ALESSANDRI A. – FOFFANI L. – SEMINARA S. – SPAGNOLO G. (a cura di), *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2000, 627
- SEMINARA S., *Il reato di insider trading tra obbligo di astensione e divieto di utilizzazione in borsa di informazioni riservate. Considerazioni su riforme ordite, abortite e partorite*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1998, 322
- SEMINARA S., *L'insider trading nella prospettiva penalistica*, in *Giur. comm.*, 1992, 637
- SEMINARA S., *Riflessioni in margine al disegno di legge in tema di insider trading*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1990, 545
- SEMINARA S., *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989
- SFAMENI P., *Commento all'art. 114*, in MARCHETTI P. – BIANCHI L. A., *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza, d. lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 – commentario*, Milano, 1999, 509
- SGUBBI F., *voce Abusi di mercato*, in *Enc. dir.*, Milano, 2008, II, 1
- SGUBBI F. – FONDAROLI D. – TRIPODI A. F., *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2008
- SOLARINO A., *Proposte di modifica alle procedure di indagine in materia di Insider trading e di Manipolazione*, in *Foro pad.*, 1998, 161
- SOLIMENA L., *La direttiva sull'insider trading*, in *Giur. comm.*, 1989, 1054
- SORGATO A., *"Insider" primario e secondario nell'abuso di informazioni privilegiate*, in *Dir. prat. soc.*, 2007, 20, 76
- SORGATO A., *"Insider trading": pene accessorie e costituzione di parte civile*, in *Dir. prat. soc.*, 2007, 21, 75
- SOTTORIVA C., *La legge comunitaria 2004. Cosa cambia per le imprese e il mercato*, in *Le Società*, 2005, 771

BIBLIOGRAFIA

SWAN E. J. – VIRGO J., *Market abuse regulation*, Oxford University Press, Oxford N. Y., 2010

T

TISEO A., *Il reato di insider trading – Evoluzione normativa e giurisprudenziale negli Stati Uniti e nei principali Paesi dell'Unione Europea e del Mediterraneo meridionale e orientale*, Santa Maria Capua Vetere, 2006

TRIPODI A. F., *L'insider trading in una recente pronuncia della Corte di Giustizia: "utilizzo (implicito) della notizia" e presunzione di offesa*, in *Giur. comm.*, 2011, I, II, 55

V

VALENTI A., voce *Insider trading (dir. pen.)*, in *Enc. giur. Treccani*, Roma, 2006, 1

VASSALLI F., *La punizione dell'insider trading*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1992, 31

VENAFRO E., *Il nuovo oggetto di tutela della fattispecie di Insider trading*, in *Dir. pen. proc.*, 2007, 7, 948

VINCENZI S., *Mercato finanziario e direttive europee: le nuove regole in materia di market abuse, OPA e prospetti*, Roma, 2005

VINCIGUERRA S., *Diritto penale inglese comparato*, Padova, 2002

W

WELTER P., *CEE e insider trading. I lavori degli organismi europei*, in *Rivista della borsa*, 1989, 29

WELTER P., *La proposta della CEE in tema di insider trading*, in *Quaderni Aiaf*, 1987, 5

WHITNEY II J. M., *Section 10b-5: From Cady Roberts to Texas Gulf: Matters of Disclosure*, in *Business Lawyer*, 21, 1, 1965, 193

Z

ZAMBON S. (a cura di), *Informazione societaria e nuovi processi di armonizzazione internazionale: alle soglie del cambiamento*, Bologna, 2002

ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – II parte*, in *Dir. comm. int.*, 1997, 59

BIBLIOGRAFIA

- ZANNINO S. D., *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica – I parte*, in *Dir. comm. int.*, 1996, 831
- ZANNOTTI R., *Il nuovo diritto penale dell'economia - Reati societari e reati in materia di mercato finanziario*, Milano, 2008
- ZANNOTTI R., *La tutela penale del mercato finanziario*, Torino, 1997, 109
- ZUCCALÀ G., voce *False comunicazioni sociali*, in *Enc. giur. Treccani*, 2006, Roma, XIII, 1